Economica

Mihaela Onofrei

GUVERNANȚA FINANCIARĂ CORPORATIVĂ

II 409. 439

Wolters Kluwer

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBL. CENTR. UNIV.
„M. EMINESCU" IAȘI
II 409.439

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

GUVERNANȚA FINANCIARĂ CORPORATIVĂ

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Descrierea CIP a
Bibliotecii Naţionale a României
ONOFREI, MIHAELA
Guvernanţa financiară corporativă
/ Mihaela Onofrei. - Bucureşti : Wolters Kluwer, 2009
Bibliogr.
ISBN 978-973-1911-63-2

658.15

Abonamente şi comenzi:
tel.: 031.224.4150
fax: 031.224.4101
redactie@wolterskluwer.ro
vanzari@wolterskluwer.ro
www.wolterskluwer.ro
Orzari 86,
Bucureşti 021554
Copyright © Wolters Kluwer

Editura Wolters Kluwer este recunoscută de Consiliul Naţional al Cercetării Ştiinţifice din Învăţământul Superior

Editor şef: **Ovidiu TUTOMIR**
Redactor: **Valeriu VAŢEL**
Tehnoredactor: **Marieta ILIE**

Copyright © 2009 - Toate drepturile rezervate Editurii Wolters Kluwer România. Nicio parte din această lucrare nu poate fi reprodusă, arhivată sau transmisă sub nicio formă şi prin niciun fel de mijloace mecanice sau electronice fără permisiunea în scris din partea editorului.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

MIHAELA ONOFREI

547 364

GUVERNANȚA FINANCIARĂ CORPORATIVĂ

ALE

466207
B.C.U. IAȘI

Wolters Kluwer
Romania

BCU "I. SVICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mihaela Onofrei a absolvit Facultatea de Ştiinţe Economice a Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" din Iaşi în anul 1992, ca şefă de promoţie, specializarea Finanţe-Contabilitate.

În anul 2000 a devenit doctor în Finanţe, susţinând teza de doctorat cu titlul *Impactul politicilor financiare asupra activităţii economico-sociale* şi aducând în dezbatere probleme mai puţin abordate în literatura de specialitate, cum sunt cele de mentalitate şi morală fiscală.

În anul 2004 devine profesor la Catedra de Finanţe şi Monedă a Facultăţii de Economie şi Administrarea Afacerilor din cadrul Universităţii „Alexandru Ioan Cuza" din Iaşi. A beneficiat de programe de pregătire la universităţi de prestigiu din Franţa, Germania, Olanda, Grecia.

Este autor a 12 cărţi şi 60 de studii şi a susţinut 65 de comunicări ştiinţifice. A fost implicată ca membru în echipă sau ca manager în 17 proiecte de cercetare ştiinţifică, din care 3 au fost accesate pe fonduri structurale în anul 2008.

A contribuit la înfiinţarea specializării de Administraţie publică la Facultatea de Economie şi Administrarea Afacerilor, o premieră pentru învăţământul academic ieşean. Predă studenţilor de la cursuri universitare şi postuniversitare, precum şi doctoranzilor, discipline din sfera managementului financiar şi administraţiei publice.

Este membră a grupului de lucru „Finanţele şi Contabilitatea sectorului public" al Reţelei Şcolilor de Administraţie publică din ţările Europei Centrale şi de Est, cu sediul la Bratislava, Slovacia. De asemenea, este expert european în Administraţie publică, recunoscut de Fundaţia pentru o Societate Deschisă cu sediul la Budapesta, Ungaria, consultant al revistei *NISPAcee Yearbook in Public Administration and Public Policy* care apare la Bratislava şi referent al *EMFT Journal*, Southern Illinois University, SUA.

Din anul 2007 este expert evaluator în domeniile Finanţe şi Administraţie publică la Agenţia de Evaluare a Calităţii Învăţământului Superior (ARACIS), precum şi conducător de doctorat în domeniul Finanţe.

BCU IASI/CENTRALA
12. IUL. 2010

CUPRINS

INTRODUCERE 9

1. DIMENSIUNEA FINANCIARĂ A GUVERNANȚEI CORPORATIVE 11

1.1. Premise financiare în abordarea conceptului de guvernanță corporativă 11

1.2. Crearea de plusvaloare pentru acționari – obiectiv al guvernanței corporative 14

1.2.1. Abordarea valorii din perspectiva investitorului 14

1.2.2. Abordarea valorii din perspectiva managerului 22

1.3. Dimensiunea financiară a guvernanței corporative în contextul globalizării: de la întreprinderea „integrată" la întreprinderea „în rețea" 29

1.3.1. Implicarea guvernanței corporative în asigurarea legitimității activității managerilor în contextul globalizării 29

1.3.2. De la guvernanța financiară a „întreprinderii" la guvernanța financiară a „rețelei" 33

BCU IAȘI UNIVERSITY LIBRARY

2. SUPORTUL DOCTRINAR AL GUVERNANȚEI FINANCIARE CORPORATIVE. EVOLUȚII RECENTE ȘI IMPLICAȚII 40

2.1. Doctrina britanică versus doctrina franceză 40

2.1.1. Principiile guvernanței financiare corporative elaborate de Adrian Cadbury 40

2.1.2. Raportul Cadbury și dezvoltările sale ulterioare 44

2.1.3. Codul Combinat al guvernanței corporatiste 47

2.1.4. Doctrina franceză – între modelul monist și modelul dualist 51

2.2. Principiile guvernanței corporative în viziunea OECD 57

2.3. Analiza doctrinei nord-americane din perspectiva protecției investitorilor 62

3. INFLUENȚA CULTURII ASUPRA SISTEMELOR ȘI MODELELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATISTĂ 67

3.1. Sisteme de guvernanță corporatistă și rolul lor cognitiv 67

3.2. Implicații financiare în cultura modelelor de guvernanță corporatistă 71

3.3. Diferențe culturale în analiza modelelor de guvernare corporativă 73

3.4. Mecanismele politice ale guvernanței corporatiste: Consiliul de Administrație și managerii 77

3.4.1. Delimitări și interdependențe între raporturile de putere dintre Consiliul de Administrație și top-management 77

3.4.2. Analiza raporturilor administratori – manageri prin prisma conflictelor de interes 83

3.4.3. Analiza raporturilor dintre acționari și manageri din perspectiva teoriilor organizaționale 87

BCU IAȘI - BIBLIOTECA UNIVERSITARĂ

4. CONTROLUL INTERN – PILON AL GUVERNANȚEI CORPORATISTE 93

4.1. Actori instituționali implicați în realizarea rapoartelor financiare ale corporațiilor 93

4.2. Integrarea comitetelor specializate în structura Consiliului de Administrație. Limite ale colaborării 96

4.3. Sistemul de control managerial al corporației. Raportul Turnbull 100

4.4. Analiza auditului intern în contextul redefinirii conceptului de control 103

4.5. Responsabilitatea socială corporativă și principiile raportării sociale 107

4.5.1. Cadrul instituțional al responsabilității sociale corporative 107

4.5.2. Realități și controverse privind responsabilitatea socială a corporațiilor 109

4.5.3. Principiile raportării sociale și implicațiile lor asupra imaginii corporației 114

5. ANALIZĂ COMPARATIVĂ A IMPLEMENTĂRII PRINCIPIILOR GUVERNANȚEI CORPORATISTE ÎN ȚĂRILE CENTRALE ȘI EST-EUROPENE 117

5.1. Aplicabilitatea principiilor guvernanței corporatiste în țările centrale și est-europene 117

5.1.1. Considerații generale privind utilitatea studiului și dominantele cercetării 117

5.1.2. Protecția drepturilor acționarilor 119

5.1.3. Tratamentul echitabil al tuturor acționarilor 121

5.1.4. Rolul stakeholders 123

5.1.5. Informare și transparență 126

5.1.6. Responsabilitatea Consiliului de Administrație 127

5.2. Standardele guvernanței corporatiste în România între respingere și acceptare 131

BCU CLUJ / UNIVERSITY LIBRARY

5.2.1. Realizări şi obstacole în calea implementării standardelor de guvernanţă corporatistă 131
5.2.2. Implicaţii instituţionale asupra încrederii investitorilor. Cazul FNI 136

6. CONVERGENŢA SISTEMELOR DE GUVERNANŢĂ CORPORATISTĂ: ÎNVĂŢĂMINTE DIN PRACTICILE ACTUALE ... 139

6.1. Analiza comportamentului corporaţiilor sub incidenţa guvernanţei corporatiste şi a mecanismelor concurenţiale. Studii de caz 139
6.1.1. Consideraţii generale 139
6.1.2. Preluarea ostilă a companiei Mannesmann de către Vodafone – caz fără precedent în Germania 142
6.1.3. Falimentul companiei italiene Parmalat pe fondul îndatorării excesive şi erorilor investiţionale 147
6.1.4. Analiza cazului Eurotunnel din perspectiva conflictelor acţionari – manageri 153
6.2. Ghidul OECD de convergenţă a sistemelor de guvernanţă corporatistă şi efecte ale implementării sale 157

LISTA TABELELOR 161

LISTA FIGURILOR 163

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ 164

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

INTRODUCERE

Lucrarea de față își propune să abordeze aspectele financiare ale guvernanței corporațiilor. Definită plastic ca „management al managementului", guvernanța corporațiilor a captat interesul public în decursul anilor 1990, fiind focalizată pe analiza puterii conducătorilor și a limitelor în cadrul cărora aceasta se poate exercita. După anul 1997, guvernanța corporatistă a dobândit o importantă dimensiune financiară, deoarece cuprinde proceduri prin care aportorilor de capitaluri li se garantează rentabilitatea investiției efectuate prin implicarea directă a managerilor și a Consiliului de Administrație.

Din perspectiva puterii, guvernanța corporatistă nu face decât să legitimeze funcțiile de autoritate exercitate în mod direct de către manageri și administratori, care îndeplinesc rolul unor mecanisme politice de acțiune la nivel microeconomic. Intenția noastră a fost de a argumenta necesitatea sporirii credibilității Consiliul de Administrație (trecut nefiresc într-un con de umbră), analizând responsabilitatea internă și externă a acestuia, în vederea încurajării performanței, cu menținerea efectivă a controlului.

Vreme îndelungată s-a considerat că un Consiliu de Administrație este eficient dacă acționarii primesc cu regularitate dividende. În prezent viziunea s-a schimbat semnificativ, deoarece administratorii trebuie să dobândească un nou comportament, din care se exclud atitudini superficiale cum ar fi controlul „dintr-o privire", menținerea avantajelor financiare, precum și „grija" pentru numărul de mandate și mai puțin pentru rezultatele financiare ale întreprinderii. În analizele prezentate am evidențiat lipsa de etică în aplicarea contractelor de management, care au făcut ca *board*-ul să nu mai conteze aproape deloc în actul de decizie, încurajând frauda și conflictele de interes, deși acestea acționează ca niște „steguleț roșii" care scad ratingul corporației.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

În conținutul lucrării am pledat pentru partajarea responsabilității managerilor și administratorilor, deoarece scandalurile financiare care s-au produs în ultimul deceniu au determinat tranziția aproape generalizată de la indiferența piețelor de capital privind sinceritatea practicilor contabile la o suspiciune aproape generalizată față de modul de elaborare a documentelor de acest tip.

De asemenea, în economia lucrării ne-am preocupat de analiza comparativă a principiilor guvernanței corporative în țările centrale și est-europene, inclusiv România, cu reflectarea realizărilor și obstacolelor în calea implementării, în vederea realizării convergenței sistemelor de guvernanță. Fiind un domeniu de studiu puțin abordat în țara noastră, am considerat ca fiind utilă lămurirea unor chestiuni de vocabular și eliminarea eventualelor confuzii între managementul financiar și guvernanța corporativă, printr-o corectă delimitare conceptuală. În plus, prezentarea de studii de caz a atras atenția asupra efectelor negative pe care le au asupra corporațiilor îndatorarea excesivă, erorile investiționale și conflictele dintre acționari și manageri, deoarece pun în pericol stabilitatea pe termen lung a afacerii.

Doresc să aduc alese mulțumiri prestigioasei Edituri Wolters Kluwer România, care a făcut posibilă publicarea lucrării, precum și tuturor celor care o vor citi, în calitate de studenți și nu numai, devenind beneficiari direcți ai acestei strădanii.

Prof. Univ. Dr. **Mihaela Onofrei**

BCU IASI CENTRAL

1. DIMENSIUNEA FINANCIARĂ A GUVERNANȚEI CORPORATIVE

1.1. *Premise financiare în abordarea conceptului de guvernanță corporativă*

Dezbaterile în jurul guvernanței corporative s-au intensificat în decursul anilor '90, mai întâi în țările anglo-saxone, apoi în Europa continentală, pentru a se extinde la scară mondială. Interesul public pentru o asemenea problemă este focalizat pe analiza puterii **conducătorilor** și a limitelor acesteia deoarece în cadrul fiecărei întreprinderi, în funcție de modul specific de organizare și de alte particularități, se manifestă un ansamblu de relații specifice între diversele **categorii** de persoane fizice sau juridice implicate direct sau indirect în afacere (*stakeholders*). În desfășurarea activității sale, conducerea firmei va trebui să țină seama de conflictele ce decurg din reunirea unei multitudini de interese „sub același acoperiș" deoarece, dacă nu sunt cunoscute și reglementate corespunzător, pot pune în pericol eficiența. Managerii constituie un grup particular de *stakeholders* care, deținând puterea de gestiune, sunt în același timp „judecător și parte" și trebuie să garanteze celorlalte persoane fizice sau juridice implicate că bogăția va fi distribuită între ei în mod echitabil și fără abuzuri.

Acționarii își vor transfera puterea managerilor pe care îi mandatează să acționeze în numele lor, pentru a le maximiza bogăția. Cele două părți vor semna contracte pentru a defini obligațiile fiecăreia. Or, aceste contracte sunt incomplete, deoarece nu este posibil să fie prevăzut cu precizie ansam-

blul situațiilor viitoare care ar putea surveni. Managerii sunt tentați să exploateze aceste carențe contractuale pentru a-și spori utilitatea și, implicit, puterea. Astfel, în dezbaterile privind guvernarea întreprinderii, **managerul** ocupă **locul central** deoarece el este un actor important al procesului de creare a valorii adăugate și dispune de capacitatea de a influența repartizarea bogăției.

Din punct de vedere istoric, guvernanța decidenților politici a precedat-o pe cea a conducătorilor societăților cotate, care reprezintă forme organizaționale recente. În egală măsură, se poate afirma că dreptul societăților a avut ca izvoare principiile statelor democratice, pentru a-și organiza propriile structuri de putere și, implicit, pentru a proteja intereselor tuturor *stakeholders*.

Conceptul de guvernanță corporativă este abordat în literatura de specialitate în mai multe sensuri. Într-un mod pragmatic, Sir Adrian Cadbury definea guvernanța corporativă ca fiind „sistemul de conducere și control care conciliază cel mai bine eficacitatea gestiunii cu protecția intereselor acționarilor"[1]. La rândul lor, autorii francezi[2] adaugă că sistemul include:

- separarea puterilor între Consiliul de Administrație, pe de o parte și conducători, pe de altă parte;
- raporturile conducători – administratori – acționari și efectele asupra compoziției Consiliului de Administrație;
- controlul real asupra gestiunii managerilor, care poate fi intern (administratori) sau extern (auditori externi);
- modalitatea în baza căreia se iau deciziile strategice.

La rândul său, Banca Mondială definește conducerea corporativă ca fiind o „combinație de legi, regulamente și coduri de conduită adoptate în mod voluntar, care asigură companiei posibilitatea de a atrage capitalul financiar și uman necesar activității sale și posibilitatea de a-și desfășura activitatea în mod eficient astfel încât să își asigure existența prin generarea de valoare pe termen lung pentru acționarii săi și societate în ansamblu"[3].

[1] Cadbury, Adrian (1992) – *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, London, p. 14.

[2] Richard, B; Miellet, D. (2003) – *La dynamique du gouvernement d'entreprise*, Editions d'Organisation, Paris, p. 2.

[3] IFC Family Business Governance Handbook, www.ifc.org/europe/pbas/corpgov/eng.

Banca Mondială face referire atât la modalitățile de punere în aplicare a conducerii corporative, cât și la domeniile care sunt influențate de aceasta.

Aspectul **financiar** al guvernanței corporative rezidă din utilizarea acestui concept în practica auditorilor, fiind prevăzut și în Standardele internaționale de audit intern. Astfel, prin guvernanța corporativă[1] **se realizează conducerea** în ansamblu a întregii organizații prin acceptarea funcționării tuturor componentelor interne, precum și **implementarea** managementului riscurilor, a sistemului de management financiar și control intern, inclusiv a auditului intern. Adesea, în practică, termenul de guvernanță este folosit parțial cu sensul de control care poate lua diverse forme[2] cum sunt: controlul total sau parțial al proprietarului afacerii, controlul acționarilor minoritari, control prin procură, managementul controlului.

Din perspectiva **puterii**, guvernanța corporațiilor nu face decât să legitimeze funcțiile de autoritate exercitate în mod direct de către manageri și de reprezentanții organismelor de control. Managerii unei societăți au dreptul de a acționa în numele și interesul acționarilor și „pot să semneze contracte, să cumpere, să vândă, să decidă execuția operațiunilor financiare, să angajeze și să concedieze salariați etc."[3]. Delimitarea funcției de proprietate (acționari) de funcția de conducere (manageri) creează posibile conflicte între cele două părți, ale căror interese nu sunt convergente; de regulă, managerii gândesc pe termen scurt, acționează sub impulsuri de moment, doresc maximizarea profitului, în detrimentul acționarilor, animați de idealuri pe termen lung, în care contează transmiterea afacerii de la o generație la alta, ca un „brand" al succesului.

Dezbaterile asupra organizării puterii în cadrul organizației au în vedere alegerea între două modele:

- modelul german/britanic, în care puterea unui președinte o echilibrează pe cea a directorului executiv;
- modelul francez/american, în care puterea este concentrată în mâinile unei singure persoane, sub controlul Consiliului de Administrație.

Vreme îndelungată s-a considerat că este eficient Consiliul de Administrație dacă acționarii primesc cu regularitate dividendele. Viziunea s-a schimbat

[1] Ghiță, M. (2008) – *Guvernanța corporativă*, Ed. Economică, București, p. 13.

[2] Wearing, R. (2005) – *Cases in Corporate Governance*, Athenaeum Press, London, p. 7.

[3] Feleagă, N.; Feleagă, L. – *Guvernanța întreprinderii, pârghie indispensabilă a politicii de maximizare a bogăției acționarilor și complementele ei contemporane*, www.ectap.ro/articole/136.pdf.

semnificativ deoarece nu numai dividendele contează, ci mai ales **plusvaloarea** creată de către manageri la nivelul corporației, sub controlul direct al administratorilor. Prin urmare, conținutul guvernanței corporative moderne a dobândit o **dimensiune financiară** complexă, care valorizează rolul administratorilor și le impune un nou comportament, din care se exclud atitudini superficiale cum ar fi controlul dintr-o „privire", menținerea avantajelor financiare chiar în condiții de incompatibilitate, „grija" pentru numărul de mandate și nu pentru rezultatele financiare ale întreprinderii. Misiunea administratorilor nu se realizează doar prin sporirea numărului de scaune în *board*, ci prin capacitatea de a discuta, de a oferi soluții, implicarea în procesul elaborării strategiilor și partajarea responsabilităților. Rolul Consiliului de Administrație nu mai este doar de control, pentru că de așa ceva se ocupă inclusiv auditorii, organismele de control bursier și piața.

1.2. *Crearea de plusvaloare pentru acționari – obiectiv al guvernanței corporative*

1.2.1. Abordarea valorii din perspectiva investitorului

În procesul de dezvoltare al întreprinderii, portofoliul de titluri financiare pe care aceasta le emite reprezintă un punct de atracție pentru investitori. Investitorul devine actorul principal din ansamblul de *stakeholders* din momentul emisiunii de titluri financiare, deoarece a refuza achiziționarea de active financiare înseamnă a refuza să finanțezi o companie care are nevoie de lichidități. Sumele investite asigură resursele necesare dezvoltării întreprinderii, iar, în contrapartidă, titlurilor financiare deținute de investitori (active) le corespund pasive în bilanț. Dacă managerul financiar nu poate să elaboreze un produs financiar al cărui cuplu Rentabilitate–Risc să satisfacă piața financiară, atunci întreprinderea este forțată să se dezvolte din resurse proprii, ceea ce duce la încetinirea/reducerea ritmului de creștere economică. Puterea investitorului nu rezidă doar în acordarea de fonduri, ci, mai ales, în evaluarea activului economic, pornind de la titlurile financiare emise deja de către întreprindere. În plus, rata de rentabilitate cerută de investitori este echivalentă cu un cost financiar pentru întreprindere.

Din punct de vedere financiar, întreprinderile trebuie să realizeze investiții, a căror rentabilitate anticipată să corespundă așteptărilor acționarilor,

pentru a facilita procesul de creare a valorii. O investiție este rentabilă dacă sporește valoarea întreprinderii, adică valoarea activului economic. **Activul economic** reprezintă „valoarea totală a activelor imobilizate și a necesarului de fond de rulment (de exploatare, respectiv din afara exploatării)"[1]. Activul economic se mai numește **activ operațional** sau capitaluri utilizate (*operating assets/capital employed*, iar structura sa este prezentată în Tabelul nr. 1.

Tabelul nr. 1. Bilanțul economic simplificat

Active imobilizate	Capitaluri proprii
Nevoia de fond de rulment (NFR) = NFR de exploatare (NFRE): Stocuri + Creanțe de exploatare – Datorii de exploatare **+ Nevoia de fond de rulment din afara exploatării (NFRAE)**	**Datorii nete** = Datorii bancare și financiare pe termen scurt, mediu și lung – Plasamente financiare – Disponibilități
ACTIV ECONOMIC	CAPITALURI INVESTITE

După cum se observă în Tabelul nr. 1, activul economic este finanțat din două tipuri de resurse, capitaluri proprii și datorii nete, iar din punct de vedere al pasivului îi corespund capitalurile investite. Structura capitalurilor proprii, respectiv a datoriilor nete, este prezentată în Tabelul nr. 2.

Tabelul nr. 2. Resurse de finanțare a activului economic

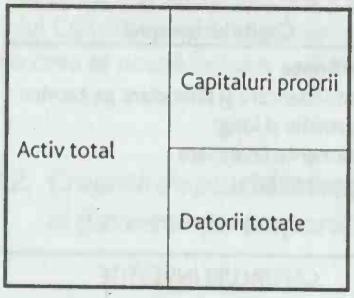
Capital social + Prime de emisiune, de fuziune și de aport + Rezerve legale, statutare, contractuale + Alte rezerve + Rezultatul reportat + Rezultatul exercițiului = CAPITALURI PROPRII	Datorii bancare și financiare pe termen mediu și lung + Credite leasing (*bail*) + Resurse de trezorerie pe termen scurt - Plasamente financiare (valori mobiliare de plasament) - Disponibilități (casierie și conturi bancare) = DATORII NETE

[1] Vernimmen, P. (2009) – *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 7ème édition, p. 54.

Valoarea întreprinderii nu este totuna cu valoarea capitalurilor proprii. Valoarea capitalurilor proprii se obține scăzând din valoarea activului economic valoarea datoriilor nete. Din punct de vedere patrimonial, se obține activul net contabil (ANC):

ANC = Activ total – Datorii totale = Capitaluri proprii

La rândul său, ANC nu se confundă cu situația netă. Situația netă (SN) se calculează ca diferență între activ și datoriile totale (a se vedea Figura nr. 1) și reprezintă expresia cea mai simplă a valorii patrimoniale a întreprinderii, la data încheierii exercițiului.



SN = Activ economic – Datorii totale
SN ≠ Capitaluri proprii
SN = Capitaluri proprii – Subvenții pentru investiții – Provizioane reglementate

Figura nr. 1. Calculul situației nete a întreprinderii

Situația netă[1] exprimă averea netă a acționarilor, respectiv activul neangajat în datorii. Acest indicator interesează atât **acționarii** și **proprietarii** întreprinderii, care vor să știe ce avere posedă, cât și **creditorii**, pentru care activul realizabil constituie gajul creanțelor lor. Astfel, situația netă evidențiază sumele ce vor reveni asociaților sau acționarilor în caz de lichidare, dacă prin cedarea elementelor de activ se vor obține sume la un nivel corespunzător valorii lor din bilanț și dacă nu vor apărea datorii necontabilizate.

O **valoare pozitivă** a situației nete reflectă o gestiune economică sănătoasă. Această creștere este consecința reinvestirii unei părți din profitul net și marchează atingerea obiectivului de maximizare a valorii întreprinderii urmărit de acționari și de manageri. O **valoare negativă** a situației nete este consecința încheierii cu pierderi a exercițiilor anterioare și este un semnal al apariției falimentului.

[1] Onofrei, M. (2007) – *Management financiar*, Ed. C.H. Beck, București, ed. a II-a, p. 48.

Decizia de investiții dobândește o importanță crucială în strategiile de dezvoltare pe termen lung, deoarece exercită influențe directe asupra valorii activului economic, manifestate prin următoarele situații concrete:

a) dacă rentabilitatea anticipată a investiției este superioară rentabilității cerute de investitori, atunci valoarea activului economic crește instantaneu. De exemplu, o investiție de 1.000 u.m. care are o rentabilitate anticipată de 12%, în condițiile în care rentabilitatea cerută este de 10%, va determina sporirea activului economic la 1.200 u.m. (1.000 × 12%/10%). Valoarea activului economic crește cu 200 u.m.;

b) dacă rentabilitatea anticipată a investiției este egală cu rentabilitatea cerută de investitori, atunci valoarea activului economic rămâne neschimbată (1.000 × 10%/10%), adică 1.000 u.m.;

c) dacă rentabilitatea anticipată a investiției este mai mică decât rentabilitatea cerută de investitori, atunci se reduce valoarea activului economic. De exemplu, o investiție de 1.000 u.m. care are o rentabilitate anticipată de 7%, în condițiile în care rentabilitatea cerută este de 10%, va determina reducerea activului economic la 700 u.m. (1.000 × 7%/10%), rezultând o pierdere de valoare de 300 u.m.

Întreprinderea își sporește valoarea dacă rentabilitatea economică este superioară costului mediu ponderat al capitalului, care apare ca un „cost de oportunitate al finanțării de către întreprindere a investițiilor sale"[1] și care se exprimă astfel:

$$k_{ec} = Kpr \times \frac{CPR}{AE} + Kd \times \frac{DAT_{fin}}{AE}$$

unde:

k_{ec} = costul mediu ponderat al capitalului, echivalent cu rentabilitatea scontată de acționari;
Kpr = costul capitalurilor proprii;
CPR = capitaluri proprii;
AE = activ economic;
Kd = costul capitalurilor împrumutate, echivalent cu rata dobânzii cerută de creditori;
DAT_{fin} = datorii financiare.

[1] Stancu, I. (2002) – *Finanțe*, Ed. Economică, București, p. 643.

De exemplu, în anul 2008, în sectorul marilor grupuri europene de telecomunicații, sporirea valorii companiilor s-a realizat numai în cazul în care rentabilitatea economică (RE) a fost superioară valorii costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) (a se vedea Tabelul nr. 3).

Tabelul nr. 3. Crearea de valoare la nivelul marilor grupuri europene de telecomunicații (2008)

RE/CMPC (Valori)	Companii europene de telecomunicații
0,5 - 1	KPN (Olanda), Deutsche Telekom
1 - 1,5	Vodafone, France Télécom, Telecom Italia
1,5 - 2	Portugal Telecom, Telekom Austria, Swisscom, Teliasonera (Suedia)
2 - 2,5	Telefonica (Spania), Telenor (Norvegia)
2,5 - 3	Cable & Wireless (Marea Britanie), Belgacom (Belgia), Bouygues (Franța)

Sursa: prelucrare după Verminem, P. (2009) – *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 7ème édition, 2009, p. 661.

După cum se poate observa în datele din Tabelul nr. 3, companiile KPN și Deutsche Telekom au înregistrat costuri de oportunitate superioare rentabilității economice, fapt ce a compromis procesul de creare de valoare; la polul opus se află companiile Cable & Wireless (Marea Britanie), Belgacom (Belgia), Bouygues (Franța) care au rentabilități economice net superioare costului mediu ponderat al capitalului, ceea ce a determinat sporirea valorii capitalului propriu și, implicit, a activului economic.

În orice moment, piața de capital evaluează titlurile financiare emise deja. În cazul acțiunilor emise, piața estimează valoarea capitalului propriu, pe când în cazul obligațiunilor este estimată valoarea datoriilor actuale, precum și condițiile de îndatorare a companiei în viitor. În egală măsură, un investitor nemulțumit de rentabilitatea obținută pentru efortul financiar asumat își va vinde titlurile deținute, ceea ce va duce la scăderea valorii acestora și, implicit, la scăderea valorii activului economic, lansând un semnal de neîncredere față de întreprinderea la care nu mai este acționar.

Vânzarea acțiunilor echivalează cu o sancțiune „ca de la investitor la industriaș" aplicată de investitor, fiind practic un răspuns dur al acestuia la deciziile de politică financiară ale companiei. Lipsa de încredere a investitorilor determină întreprinderea să recurgă la resurse împrumutate,

iar aceasta nu face decât să sporească puterea creditorilor. Însă valoarea împrumuturilor depinde de nivelul ratei dobânzii și de valoarea capitalurilor proprii. Astfel se poate înțelege mai bine rolul capitalurilor proprii, implicit al activului economic, atât pentru întreprinderile cotate, cât și pentru cele necotate. Crearea de valoare devine un obiectiv central pentru manageri, care în procesul de fundamentare a deciziilor financiare trebuie să înțeleagă faptul că o decizie financiară este bună pentru întreprindere dacă sporește valoarea activului economic și păstrează un acționariat stabil.

Stabilitatea acționariatului depinde nu numai de remunerarea prin dividende a investitorilor, ci și de calitatea politicii de dividend, probată prin valorile indicatorilor specifici cum sunt: profit/acțiune, dividend/acțiune, randament/acțiune, rata de distribuire a dividendelor.

Dacă în anii '90, o rată de distribuire a dividendelor ce depășea 60% era considerată prea mare atât în Europa, cât și în SUA, în prezent acest indicator se situează în jurul valorii medii de 40-45% (a se vedea Tabelul nr. 4).

Pe de altă parte, în anul 2007, din cele peste 600 de mari companii europene, 32 nu au acordat dividende. De asemenea, nivelul randamentului pe acțiune este între 3-4%, cu diferențe de la un sector la altul (a se vedea Tabelul nr. 5).

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Tabelul nr. 4. Ratele de distribuire a dividendelor pentru cele mai mari grupuri europene cotate, 2008 (%)

Compania	0- 20	Compania	20-30	Compania	30-40	Compania	40-50	Compania	50- 60
Alcatel	0	Havas	21	Publicis	31	Carrefour	41	Sodexo	51
Ryanair	0	Delhaize	22	Heineken	31	Metro	41	Telecom Italia	52
Groupe Partouche	0	Italcementi	24	Siemens	32	Hermès	41	Vivendi Universal	52
Faurecia	0	Arkema	25	Philips	32	AXA	42	Casino	53
BMW	0	Eiffage	25	Thales	34	Repsol	43	Veolia	55
EADS	6	Thyssenkrupp	25	Essilor	34	Dexia	44	STMicro electronics	56
Heidelberg Cement	13	Michelin	26	Bayer	35	JC Decaux	44	Telefonica	57
Air France – KLM	16	Bonduelle	27	Areva	35	Danone	45	Société Générale	59
Puma	16	Biomérieux	28	Saint-Gobain	36	Suez	45	Belgacom	60
Sacyr-Vellehermoso	17	Norbert Dentressangle	28	Nokia	36	BASF	46	Energias de Portugal	63
Volkswagen	17	Beiersdorf	28	LVMH	38	PPR	48	Bulgari	65
Ciments Français	18	Peugeot	29	PNB Paribas	39	Vinci	49	Endessa	68
Adidas	19	Porsche	29	Total	39	Lagardère	49	France Telecom	69
Salgitter	20	SAP	29	Lafarge	40	Air Liquide	50	M6	80
Groupe Ferrovial	20	Allianz	30	L'Oréal	40	E.ON	50	TF1	96

Sursa: Exane PNB Paribas, *apud* Vernimmen, Pierre – *op. cit.*, p. 899.

Tabelul nr. 5. Randamentul pe acțiune în sectorul paneuropean, 1990-2008 (%)

Anul	Auto mobile	Biotehno-logie	Chimie	Apărare	Instituții financiare	Imobiliare	Telecomu-nicații	Servicii publice	Alimentar	Petrol și gaze
1990	2,6	1,2	4,6	8,1	2,7	3,5	4,7	4,9	3,3	5,0
1991	3,7	0,9	5,0	7,5	3,8	4,8	4,8	5,3	3,4	5,1
1992	3,8	0,8	4,7	6,7	4,0	6,3	5,4	5,2	3,4	5,8
1993	1,9	0,7	3,8	5,0	3,9	4,8	4,0	4,4	3,3	4,2
1994	1,2	0,4	3,2	3,8	2,5	4,5	4,1	4,3	3,6	3,9
1995	1,5	0,4	3,6	0,5	3,1	4,9	4,3	4,3	3,4	4,1
1996	2,2	0,2	3,2	3,2	3,0	5,0	4,3	4,3	3,2	3,7
1997	1,4	0,2	2,8	3,7	2,9	3,9	2,8	3,6	2,8	3,0
1998	1,3	0,1	2,3	2,7	2,3	3,6	2,3	3,1	2,0	2,9
1999	1,0	0,1	2,7	2,8	2,2	3,0	1,7	3,1	2,6	2,6
2000	3,0	0,0	3,1	2,3	2,1	3,7	1,3	3,1	2,8	2,5
2001	2,9	0,0	3,2	2,3	2,2	3,6	2,3	3,4	2,4	2,8
2002	2,2	0,0	3,4	2,6	3,1	4,0	3,3	4,4	2,8	3,4
2003	3,6	0,2	3,9	4,9	4,1	4,3	2,1	4,3	3,5	4,2
2004	2,9	0,1	3,2	3,4	3,3	4,2	2,5	4,0	2,8	3,5
2005	2,9	0,1	2,7	2,7	3,0	3,1	3,6	3,5	2,7	3,1
2006	2,7	0,3	2,7	2,6	2,8	2,4	4,9	3,2	2,6	3,3
2007	1,9	0,2	2,0	2,3	2,7	2,3	4,6	2,9	2,3	3,2
2008 (primele 6 luni)	3,4	0,5	2,8	2,6	3,6	4,2	6,1	3,5	3,2	3,4

Sursa: Datastream, *apud* Vernimmen, Pierre – *op. cit.*, p. 552.

Atât rata de distribuire a dividendelor, cât şi randamentul pe acţiune reprezintă elemente de consolidare a credibilităţii şi coerenţei politicii de dividende. Însă aceasta este influenţată în mod direct de creşterea beneficiilor şi de maniera (regulată, ciclică, variabilă) în care se produce sub influenţa deciziilor financiare adoptate de manageri.

1.2.2. Abordarea valorii din perspectiva managerului

Crearea de valoare adăugată reprezintă atât cadrul central, cât şi principiul explicativ al guvernanţei corporative, care influenţează conduita managerilor, cu ocazia fundamentării deciziei de investiţii şi a celei de repartizare a avuţiei create. În prezent, teoria de agent (elaborată de Berle şi Means, 1932) a dobândit o dimensiune juridico-financiară, ea aflându-se la baza procesului de creare a valorii la nivelul întreprinderii. Aşa cum constatau Shleifer şi Vishny (1997), valoarea întreprinderii se confundă practic cu valoarea acţionarilor, iar mecanismele guvernanţei corporatiste trebuie să dea asigurări acţionarilor că îşi vor recupera capitalurile investite în companie şi vor obţine profit (plusvaloare).

În fapt, nu există această certitudine, ceea ce arată că guvernanţa corporatistă are serioase limite. Sunt dese situaţiile în care managerii adoptă comportamente contrare intereselor acţionarilor (majoritari) şi nu valorifică întreg potenţialul de creare a valorii de care dispune întreprinderea. Acţionarii sunt nevoiţi să ia masuri de control şi supraveghere, pentru a reduce pierderile de valoare. Astfel, se pot evidenţia două aspecte care necesită clarificări:

1. Guvernanţa corporatistă trebuie să cuprindă mecanisme clare de acţiune care au ca scop limitarea puterii discreţionare a managerilor şi soluţionarea conflictelor cu acţionarii, pentru a nu se transforma într-un adevărat „câmp de bătaie" între cele două „fronturi";

2. După anul 1997, guvernanţa corporatistă a dobândit o importantă dimensiune financiară, deoarece cuprinde proceduri prin care aportorilor de capitaluri li se garantează rentabilitatea investiţiei efectuate. Pe cale de consecinţă, managerul are un rol important, dar nu mai este unicul actor în procesul de creare a bogăţiei.

În legătură cu **primul aspect**, limitarea puterii discreţionare a conducătorilor este justificată prin faptul că managerii[1] sunt prea puţin motivaţi pentru

[1] Onofrei, M. – *op. cit.*, pp. 33-35.

distribuirea de dividende acționarilor, preferând reinvestirea profitului net chiar și în proiecte cu rentabilitate mică pentru a conserva controlul resurselor importante. În timp ce acționarii sunt interesați doar de rentabilitatea financiară a companiei, managerii sunt influențați de alte considerente ca: mărimea companiei (în baza căreia dobândește putere și prestigiu social), gradul de libertate în alocarea resurselor, nivelul remunerației.

Managerul exprimă, exercită și execută voința colectivă, concretizată în decizii ale adunării generale ale acționarilor. De cele mai multe ori, managerii societăților mari sunt cei care elaborează atât documente contabile, cât și strategii de dezvoltare și chiar procesul-verbal constatator al deciziei adunării generale, acționarii nefăcând decât să le confirme. Practic, managerul imprimă voinței colective o pronunțată tentă personală.

În practică, se mai constată că acționarii preferă investițiile pe termen lung, în timp ce managerul va fi tentat să aleagă investițiile pe termen scurt, deoarece poate fi în orice moment revocat din funcție de proprietarul companiei. În cazul în care acționariatul este relativ concentrat și stabil, relațiile dintre proprietari și manageri pot fi eficiente și de lungă durată. Dimpotrivă, o structură acționarială foarte dispersată nu favorizează atașamentul acționarilor față de manageri. În plus, managerii întreprinderii caută prin toate modalitățile să își sporească avantajele proprii, fără a ezita să limiteze inițiativa subordonaților, centralizând toate deciziile importante, ca urmare a funcției deținute.

Conflictul de interes între acționari și manageri a existat dintotdeauna, deoarece concurența pe piața bunurilor și serviciilor nu constituie o restricție puternică pentru a incita managerii să lucreze în favoarea acționarilor. În plus, separarea funcțiilor de proprietate de funcțiile de decizie generează o îndoială permanentă cu privire la comportamentul managerilor. Pe de altă parte, nimic nu interzice ca în anumite situații și managerii să fie, în egală măsură, „victime" ale deciziilor acționarilor. Rezolvarea unui astfel de conflict își găsește soluțiile în identificarea mecanismelor interne și externe întreprinderii, care urmăresc să motiveze managerii să acționeze în interesul acționarilor.

Modalitățile de soluționare a conflictului dintre acționari și manageri sunt prezentate în Figura nr. 2.

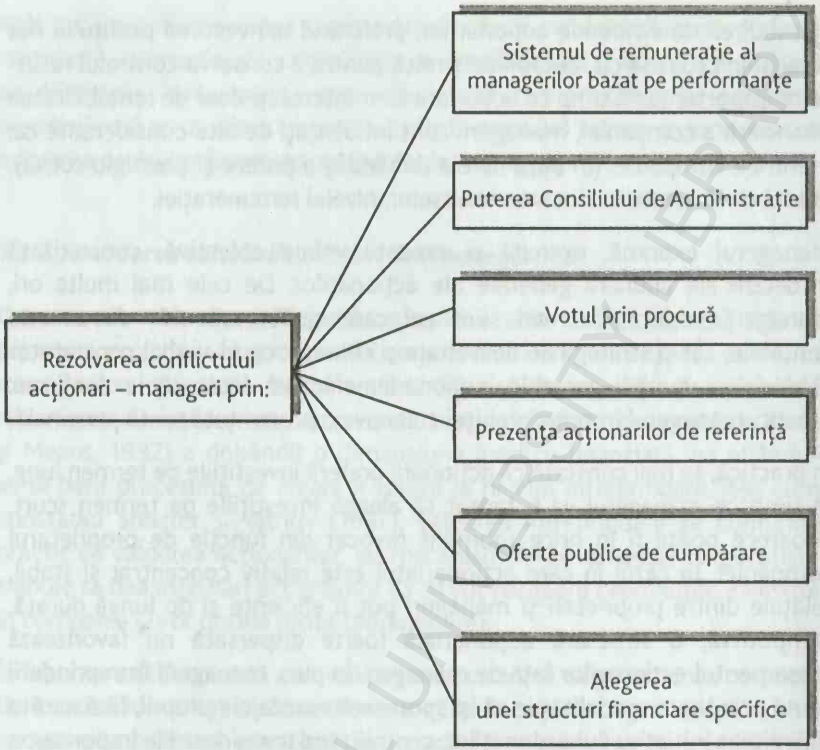


Figura nr. 2. Decizii de soluționare a conflictului acționari – manageri

După cum se observă în Figura nr. 2, **prima cale** de soluționare a conflictului dintre acționari și manageri o reprezintă **decizia de remunerare a managerilor în funcție de performanță**. Planurile de stimulare a managerilor iau următoarele forme:

- **Opțiuni** pentru manageri de a cumpăra acțiuni ale companiei respective într-un moment viitor, dar la un preț stabilit în prezent. Această opțiune poate avea relevanță dacă prețul acțiunilor pe piață în viitor ar crește peste valoarea prețului fixat. Motivația unei asemenea practici constă în faptul că, oferind managerilor posibilitatea de a cumpăra acțiuni la un preț fixat, aceștia vor acționa pentru maximizarea prețului acțiunilor în viitor. Acest stimulent managerial s-a practicat între anii 1950 și 1960,

dar după 1970 a căzut în dizgrație, opțiunile dovedindu-se neprofitabile. Piața valorilor mobiliare a cunoscut o scădere generală, iar prețul acțiunilor nu reflecta neapărat creșterea câștigurilor companiilor.

De asemenea, după cum demonstrează criza bursieră americană din perioada 2001-2002, această modalitate de remunerație a managerilor trebuie utilizată cu prudență; cu toate că stimulentele ar putea determina impulsionarea managerilor, pot apărea disproporții semnificative între rezultatele societății și primele încasate de manageri. În plus, acordarea acestor acțiuni sporește considerabil numărul titlurilor financiare, fapt care produce diluarea capitalului social și prejudicierea intereselor acționarilor minoritari. Pe de altă parte, stimulentele pot înlătura orice risc pentru manager, ceea ce este contrar ideii de asociere la risc.

- **Planuri de stimulare managerială** prin „acțiunile-performanță" (*performance shares*) – oferirea de acțiuni managerilor pe baza măsurării performanței realizate de companie prin următorii indicatori:

  1. Profit pe acțiune (*earnings per share* – EPS);
  2. Rata de rentabilitate a activelor (*return on assets* – ROA);
  3. Rata de rentabilitate a capitalului propriu (*return on equity* – ROE).

Din moment ce prețul acțiunilor pe piață este legat de aceste variabile, îmbunătățirea performanțelor de acest gen și creșterea câștigurilor vor determina creșterea prețului acțiunilor. Pentru a primi acțiunile alocate, executivii trebuie să lucreze un anumit număr de ani în cadrul firmei, de regulă minim patru ani.

- Acordarea de **prime** managerilor, în funcție de profitul obținut de companie.

Manifestările extrem de virulente ale actualei crize financiare au adus în discuție problema remunerării managerilor de mari companii sau bănci, ocazie cu care s-a constatat că salariile foarte mari încasate de către unii directori nu au generat performanță financiară, ci dimpotrivă, au determinat pierderi care au impus intrarea în faliment. Astfel, Richard Fuld[1], șeful băncii Lehman Brothers, care a înregistrat pierderi în valoare de 8,6 miliarde dolari și a intrat în faliment, a avut până în anul 2007 un salariu anual de 41 milioane dolari. La rândul său, James E. Cayne, șeful băncii Bear Stearns care a totalizat pierderi de 19,8 miliarde dolari, avea un salariu anual de 68 milioane dolari. Nu în ultimul rând, John J. Mack, șeful băncii Morgan Stanley, cu pierderi de 11 miliarde dolari, avea un salariu anual de

[1] Răducanu, N. (2008) – *Capitalismului i se descoperă acum altă față*, nraducanu.wordpress.com.

40 milioane dolari. În fine, Banca Goldman Sachs a plătit, în anul 2006, celor 26.000 salariaţi ai săi prime în valoare totală de 16 miliarde dolari în hârtii de valoare.

O a doua cale de soluţionare a conflictului dintre acţionari şi manageri constă în **puterea de decizie a Consiliului de Administraţie** care dispune de prerogative importante în materie de control al managerilor. În unele ţări, consiliul de administraţie are drept de veto asupra anumitor decizii şi conservă puterea de revocare a preşedintelui său.

După anii '80 au fost formulate numeroase critici asupra capacităţii Consiliului de Administraţie de a controla managerii. Unii membri se regăsesc simultan în mai multe Consilii de Administraţie şi nu dispun de timpul necesar pentru a-şi îndeplini atribuţiile ce le revin. Pe de altă parte, ei pot avea interesul de a rămâne în bune relaţii cu managerii întreprinderii pentru a nu pierde avantajele asociate funcţiei lor.

A treia modalitate de rezolvare a neînţelegerilor acţionari–manageri o reprezintă **votul prin procură**. În cazul în care Consiliul de Administraţie nu este în măsură să controleze eficient managerii, acţionarii desemnează o persoană care să îi reprezinte în îndeplinirea acestui rol. Ca urmare, dacă acţionarul desemnat este de părere că managerii actuali nu dau dovadă de performanţă ridicată, decide să propună celorlalţi acţionari schimbarea echipei manageriale.

În practică, această operaţiune este dificil de realizat, întrucât un singur acţionar reuşeşte cu greutate să adune un număr suficient de voturi de la ceilalţi acţionari pentru a schimba echipa managerială. Adesea, majoritatea acţionarilor consideră că înlocuirea echipei manageriale se face în contextul lipsei aproape totale de informaţie. În plus, se constată că într-o asemenea operaţiune se implică un acţionar care deţine un procent scăzut din capital.

A patra modalitate de control al managerilor este **prezenţa acţionarilor de referinţă**. Un asemenea acţionar deţine o parte semnificativă din capital şi este pe deplin motivat ca întreprinderea în care a investit sume importante să fie rentabilă. De aceea presiunea pe care o exercită asupra managerilor, pentru ca aceştia să adopte un comportament pe măsura interesului acţionarilor, este materializată în decizii importante şi are efectul scontat.

A cincea modalitate de soluţionare a conflictului acţionari-manageri şi care constituie totodată o ameninţare pentru managerii incompetenţi o reprezintă **ofertele publice de cumpărare** (OPC). Ele se mai numesc

preluări „ostile" (*hostile takeover*) și au loc mai ales atunci când capitalul social al firmei este subevaluat datorită unei succesiuni de decizii greșite ale echipei manageriale. În urma unei astfel de preluări, managerii firmei sunt de regulă concediați, iar cei care reușesc să se mențină pe poziție își pierd autonomia pe care o aveau înainte de preluare. Aceasta face ca managerii să fie interesați să ia măsuri care să ducă la maximizarea prețului acțiunilor.

Pierderea încrederii în managementul emitentului de titluri financiare poate declanșa mecanismele de preluare ostilă. Astfel, pe piețele de capital din SUA și Marea Britanie funcționează adevărate piețe pentru controlul societăților cotate; o societate cu activitate slabă din cauza managementului ineficient poate fi dobândită de către investitori care și-au dat seama de adevăratul său potențial. Practic, pe aceste piețe se întâlnesc adevărați „vânători de control"[1], specializați în preluări urmate de revinderea cu profit a pachetelor, după ce societatea preluată va fi restructurată.

Unele dintre măsurile luate pentru ca prețul acțiunilor unei firme să crească și să nu devină un „chilipir" pentru alții sunt favorabile din punct de vedere al acționarilor; alte tactici pe care managerii le pot folosi pentru a îndepărta o preluare ostilă nu sunt în interesul acționarilor. Un asemenea exemplu de tactică dubioasă este „pilula otrăvită" (*poisson pill*). „Pilula otrăvită" reprezintă o măsură luată de către o firmă-țintă pentru a evita preluarea; ea constă în dreptul acționarilor existenți de a cumpăra acțiuni suplimentare la un preț atractiv, dacă sunt dispuși să achiziționeze un pachet mare de titluri.

O „pilulă otrăvită" este o acțiune care aproape „ucide" o firmă, făcând-o astfel complet neatractivă pentru orice potențial investitor interesat. Un exemplu în acest sens a fost planul companiei canadiene Inco de a vinde pachete importante din acțiunile sale la prețuri scăzute tuturor acționarilor, cu excepția celor care făceau parte din grupul care dorea să cumpere firma. Sunt și situații în care recurgerea la „ pilula otrăvită" are rolul de a împiedica preluarea din partea unei companii achizitoare, prin clauzele stabilitate de către acționari în statutul societății. De exemplu, compania People Soft[2] a impus companiei Oracle, care dorea să o preia în toamna anului 2003, pe lângă plata unui preț mai mare pe acțiune (de la 16 la 26 de dolari), rambursarea prețului tuturor produselor cumpărate de către clienții People

[1] În Germania se pune accentul pe preluările negociate (amiabile); preluările forțate sunt rare și dezavuate (Piperea, Gh. (2005) – *Societăți comerciale, piață de capital, acquis comunitar*, Ed. All Beck, București, p. 570).

[2] Date prelucrate de pe news.cnet.com, http://findarticles.com.

Soft, la prețuri de 2-5 ori mai mari decât cele inițiale; or, o asemenea decizie ar fi încărcat factura Oracle cu 1,5 miliarde dolari, determinând-o să își abandoneze planul. De asemenea, compania Hermes a stabilit prin statut, în anul 2006, că acționarii prezenți și viitori garantează datoriile și împrumuturile obligatare ale acesteia; o asemenea decizie are rolul de a împiedica vreo posibilă preluare ostilă, în viitor.

În același context, companiile moderne au prevăzut posibilitatea plății de prime importante pentru manageri în momentul în care aceștia doresc să iasă la pensie sau sunt concediați; primele reprezintă o parte importantă din averea companiei în cazul în care firma este preluată și se numesc „paraşute de aur". Cuantumul acestor sume este, uneori, exagerat de mare; de exemplu, Stanley O'Neal[1], șef al băncii de investiții Merrill Lynch, care a înregistrat o pierdere de 52 miliarde dolari, a primit la părăsirea postului o despăgubire în valoare de 161 milioane dolari.

În fine, **ultima cale** posibilă de soluționare a conflictului dintre acționari și manageri constă în **alegerea unei structuri financiare particulare (specifice)**. Decizia de finanțare prin îndatorare îi motivează pe manageri, care, pentru a rambursa datoria și a evita falimentul, au obligația asigurării calității activității și obținerii unor rezultate financiare favorabile. Se poate aprecia că gradul de îndatorare a întreprinderii este un instrument de control, deoarece îndatorarea limitează libertatea de conducere și impune constrângeri. Falimentul reprezintă o formă extremă de control, cu toate că funcționează numai atunci când regulile concurenței se află la baza deciziilor managerilor.

Realitatea a demonstrat că prin îndatorare valoarea întreprinderii crește și piața financiară valorifică necesitatea întreprinderii îndatorate de a fi mai performantă. Semnalul creșterii valorii de piață a întreprinderii confirmă că aceasta este capabilă să își plătească datoriile în viitor și că are perspective certe de dezvoltare.

În legătură cu cel de-al **doilea aspect**, în ultimul deceniu s-a constatat o influență crescândă a sferei financiare asupra economiei, cunoscută sub termenul de **„financiarizare". Fenomenul** se datorează transformărilor de amploare produse în modul de administrare a corporațiilor moderne, sub incidența progresului tehnic, tendinței de diminuare a rolului firmei „parteneriale" (*stakeholders value firm*) în favoarea firmei „acționariale" (*shareholders value firm*). În context, sporește importanța maximizării averii

[1] Răducanu, N. – *op. cit.*

acționarilor, ca obiectiv primordial al unei corporații moderne, cu un grad mai mare sau mai redus de internaționalizare a activității sale. Pe de altă parte, asumarea de către întreprinderile moderne a cât mai multor faze de fabricație, fără a recurge la serviciile altor întreprinderi – din dorința de reducere a costurilor de producție – a sporit gradul de integrare, dar a mărit necesarul de finanțare și a impus managerului financiar să procure resurse financiare la momentul oportun și la un cost cât mai scăzut.

Până la urmă, această influență a „financiarizării" are ca imperativ nevoia de a crea valoare adăugată pentru acționari, fie prin reducerea cheltuielilor fixe și obținerea unui profit minim pe capitalul investit, precum și prin crearea unor structuri instituționale transparente și mai puțin birocratizate pentru acționari, fie prin externalizarea anumitor activități, în defavoarea integrării, considerată decenii la rând baza organizării întreprinderii. Cercetări efectuate la sfârșitul anului 1999 arătau că la firmele de tip conglomerat este dificil de efectuat studii de evaluare standardizată și de comparare a activelor pe criterii de rentabilitate, așa cum își doresc proprii acționari, în calitate de investitori.

Aceşti factori au generat **criza** modelului **întreprinderii integrate**, top-managerii fiind nevoiți să recurgă la politici de externalizare, în timp ce rezultatele studiilor de piață s-au materializat în subcontractare, ca soluție de dezvoltare de noi afaceri, inclusiv pentru activitatea de cercetare-dezvoltare.

1.3. Dimensiunea financiară a guvernanței corporative în contextul globalizării: de la întreprinderea „integrată" la întreprinderea „în rețea"

1.3.1. Implicarea guvernanței corporative în asigurarea legitimității activității managerilor în contextul globalizării

Deschiderea economiilor naționale spre exterior, într-o lume fără granițe, transformă corporațiile moderne în agenți veritabili ai globalizării, deoarece extinderea activității pe noi segmente de piață înseamnă, pe lângă inserarea într-un mediu regional/local de afaceri, costuri mai mici de producție, dacă întreprinderea activează în zone cu un nivel mai redus de dezvoltare și, implicit, accesul la facilități fiscale și de infrastructură

care permit delocalizarea activității. **Globalizarea** a accentuat concurența și a determinat managerii financiari să găsească noi soluții de reducere a costurilor, în același timp cu diversificarea ofertei. Firmele au fost forțate să se inspire din virtuțile modelului japonez, care multă vreme a reprezentat un „motor" al transformărilor organizaționale pentru companiile occidentale, mai ales în sectorul producției de automobile. Totodată, globalizarea impune noi scheme de organizare a producției repartizate la scară mondială, prin: scăderea costurilor de transport, diminuarea taxelor vamale și industrializarea anumitor regiuni, astfel încât să determine firmele să transfere parțial sau total producția lor în străinătate.

Noile condiții modifică raportul de forțe dintre acționari și ceilalți *stakeholders*, deoarece:

1. S-au produs schimbări de natură tehnologică, care au determinat trecerea la economia bazată pe **cunoaștere, inovațiile** fiind cele care au transformat natura produselor și serviciilor. Prin complexitatea lor, inovațiile tehnologice nu mai pot fi coordonate doar de o singură întreprindere, impunând dezvoltarea strategiilor de alianță, în vederea realizării de produse și servicii de o calitate superioară, într-un context marcat de incertitudine. În egală măsură, inovația este cea care a determinat dispariția unor meserii și domenii tradiționale de competență, devenite nerentabile, exercitând o presiune de „dizolvare" a întreprinderilor care nu au adoptat strategii de creștere a productivității. Astfel, a fost posibilă creșterea productivității muncii, ca urmare a îmbunătățirii nivelului de cunoștințe, și a perfecționării tehnicilor de punere în valoare a rețelelor de sisteme de producție și schimb; însă, dacă sporește productivitatea muncii, valoarea mărfurilor scade. Un studiu efectuat în Franța a demonstrat că în perioada 1988-1998 productivitatea muncii a crescut cu 26%, în timp ce puterea de cumpărare a salariului net a crescut numai cu 1,6%.

2. S-a amplificat fenomenul de concentrare a întreprinderilor prin fuziuni sau absorbții, inițiatorii acestor strategii având intenția de a ocupa cele mai bune poziții în mediul concurențial, pentru a „capta" cât mai multă valoare posibilă și pentru a realiza economii de scară. Deceniul nouă al secolului trecut s-a caracterizat printr-un val de fuziuni și de achiziții fără precedent în istorie, mai ales în ramurile industriale (tutun, petrol, automobile) care au ajuns la maturitate sau se află în declin datorită cererii scăzute sau subutilizării capacităților de producție. Cele mai

reprezentative operațiuni[1] de acest tip ale perioadei amintite au fost AOL – Time Warner (considerată ca fiind una dintre cele mai mari achiziții din istorie), fuziunile Daimler – Chrysler, Glaxo – Smithkline, Allianz – Dresdner Bank. Nu poate fi ignorat nici „războiul" inter-corporații dintre Vodafone și Mannesmann, care reprezintă cea mai mare preluare ostilă realizată vreodată.

3. S-a produs trecerea de la economia ofertei (care a generat criza de supraproducție din anii 1929-1933) la **economia cererii** care generat criza modelului Ford și, implicit, a adus o anumită incertitudine generalizată (economică, tehnologică, instituțională). Pe acest fundal, a apărut conceptul de **flexibilitate** cu diferite dimensiuni de abordare (ale volumului, producției, resurselor, reacției), pe care o întreprindere integrată nu îl mai putea întruni, neavând agilitatea de mișcare necesară, datorită taliei mari; marile întreprinderi se delocalizează, se confruntă cu probleme sociale și de creștere economică față de care trebuie să caute soluții. Aceste soluții nu sunt benefice pentru angajați deoarece își pot pierde locul de muncă (ca în cazul companiei Nokia, care a decis să își delocalizeze activitatea din Germania în România).

Pe fundalul procesului de erodare a frontierelor s-a produs o modificare importantă a condițiilor de operare pe piață, cu impact asupra deciziilor financiare strategice ale companiilor forțate să își sporească gradul de libertate și, implicit, mobilitatea de acțiune. Pentru a-și spori **valoarea adăugată**[2], companiile și-au reorganizat în întregime propriile lanțuri de active, vizând sectoarele de activitate cu randamente scăzute, recurgând la contracte de antrepriză și preferând tranzacțiile internaționale. Astfel, pentru a ține sub control costurile și pentru asigurarea accesului la resursele critice, corporațiile și-au divizat lanțul de creare a valorii adăugate și au transferat operațiile sau stadiile de prelucrare în acele amplasamente care oferă condiții mai favorabile. Se formează un tip de comportament adaptativ, atât pentru activitățile productive, cât și pentru cele de cercetare-dezvoltare, bazat pe cunoașterea și „cultivarea" pieței locale, capabile să genereze profit pentru corporațiile internaționale.

Mutațiile produse au afectat direct sistemul de management financiar corporativ focalizat pe crearea de **valoare adăugată**, deoarece a fost înlocuit sistemului decizional centralizat al managementului de „top" cu

[1] Hurduzeu, Gh. (2003) – *Achiziții și fuziuni de firme. Cazuri celebre*, Ed. Economică, București, p. 9.

[2] Munteanu, C.; Horobeț, A. (2005) – *Finanțe transnaționale: Decizia financiară în corporația modernă*, Ed. All Beck, București, p. 65.

unul descentralizat, care permite accelerarea procesului de fundamentare şi adoptare a deciziilor financiare, pentru a asigura fluxuri rapide de comunicare, de produse şi servicii. Astfel, lanţul creator de valoare adăugată se modifică în întregime, deoarece aranjamentele cu furnizorii se transformă în „parteneriate de dezvoltare", în cadrul cărora furnizorul devine parţial responsabil pentru dezvoltarea producţiei, asigurarea de servicii suplimentare (de preasamblare, de exemplu) şi se implică în procesele de armonizare între corporaţii a calităţii şi standardelor deciziilor financiare.

Toate aspectele acestea, ce se regăsesc la o scară globală, creează o dublă dilemă de legitimitate a managementului financiar al corporaţiei, atât pe plan extern, cât şi pe plan intern. Pe **plan extern**, corporaţia[1] este percepută ca o entitate puternică, cu un rol mai important uneori decât al guvernului, dată fiind valoarea cifrei de afaceri ce poate depăşi, în anumite cazuri, valoarea PIB al unei ţări de dimensiuni mai mici. În **interior**, dilema legitimării corporaţiei este legată de problema reorganizării rolurilor şi responsabilităţilor în cadrul firmei în contextul globalizării. Astfel, necesitatea obţinerii de profituri (operaţionale) la nivelul filialelor locale nu mai este legată de păstrarea amplasamentului respectiv de operare şi nu mai reprezintă o garanţie fermă pentru păstrarea locurilor de muncă. Dimpotrivă, raţiuni ce ţin de strategia financiară a întreprinderii impun adesea reducerea sau chiar încetarea operaţiunilor într-o anumită locaţie individuală şi deplasarea într-un alt perimetru geografic. Apare o problemă reală de legitimitate internă a corporaţiei, deoarece deciziile de restructurare şi reorganizare a activităţii îşi pierd suportul angajaţilor, dacă se bazează pe măsuri nepopulare vizând concedierile salariale şi reducerea veniturilor, în efortul de comprimare a costurilor de producţie. În măsura în care analizele şi calculele aflate la baza fundamentării deciziilor financiare strategice se detaşează de standardele de profitabilitate ale filialelor locale, va rezulta o subminare a legitimităţii principiilor bazate pe performanţă.

În fine, problema pierderii de legitimitate a managementului financiar al corporaţiilor trebuie abordată şi din punctul de vedere al structurilor manageriale „multiaxiale"[2], definite în funcţie de produsele firmei şi proiectele derulate, regiunile în care operează clienţii şi funcţiile exercitate de manageri. Funcţionarea acestor structuri a modificat procesul deliberării, în sensul că deciziile financiare nu mai sunt atributul exclusiv al managerilor, ci

[1] Munteanu, C.; Horobeţ, A. – *op. cit.*, p. 68.

[2] *Idem*, p. 69.

un rezultat al muncii diferitelor comitete și grupuri de proiecte ale corporației. Prin înlocuirea procesului centralizat de adoptare a deciziilor cu procese de negociere, se creează un deficit de legitimitate pentru manageri. Însă un asemenea demers nu subminează autoritatea managerilor, dimpotrivă îi responsabilizează în inițierea acțiunilor de procurare și utilizare a capitalurilor corporației și asigură transparența decizională, creând premise obiective pentru apariția și implementarea standardelor de guvernanță corporatistă, prevenind abuzurile de orice tip.

1.3.2. De la guvernanța financiară a „întreprinderii" la guvernanța financiară a „rețelei"

Anul 2001 a marcat sfârșitul perioadei de aplicare a **modelului integrării verticale** care a reprezentat un adevărat etalon în planul organizării întreprinderii, cu profunde implicații asupra volumului resurselor financiare necesare implementării sale. Integrarea verticală presupune că o singură întreprindere controlează mai multe etape ale lanțului de fabricație ale unui produs, începând cu aprovizionarea și prelucrarea materiei prime și terminând cu distribuția produselor finite, fără a recurge la serviciile altor întreprinderi. Acest model a fost creat în anul 1926 de Henry Ford și a reprezentat unul din pilonii principali ai succesului Ford Motor Co. Astfel, a apărut un nou concept – „marea întreprindere", iar integrarea verticală a devenit un adevărat fenomen care a impus transformări radicale cum sunt: delimitarea netă între funcția de proprietate și cea de producție (altfel spus, între proprietari și manageri), organizare multidivizionară, angajarea unui corp salarial eterogen, capabil să corespundă cerințelor diviziunii științifice a muncii, producție de masă standardizată, extindere pe noi piețe.

Unul dintre cei mai reputați profesori de istorie a afacerilor, Alfred DuPont Chandler Jr.[1], aprecia că extinderea perimetrului întreprinderii în amonte și în aval a fost favorizată de dezvoltarea administrativă și coordonarea managerială, care au devenit „pârghiile" progresului marilor întreprinderi. A.D. Chandler a lansat teza mâinii „vizibile", ca modalitate de bază a organizării și dezvoltării afacerilor moderne, reprezentată de structura administrativă și coordonarea managerială. Astfel, mâna „vizibilă" înlocuiește mâna „invizibilă", principiul de bază al liberalismului, care pleda pentru statul minimal și credința că, în cadrul mecanismului pieței,

[1] Alfred DuPont Chandler Jr. (1918-2007) a fost profesor de istorie a afacerilor la Harvard Business School, fiind considerat "the Dean of American Business Historians", www.economist.com/obituary/displaystory.cfm.

guvernat de acest principiu, acțiunile cele mai eficiente și benefice vor fi și cele mai profitabile.

În prezent, modelul întreprinderii integrate nu mai este de actualitate și și-a pierdut „dreptul de cetățenie în strategiile industriale"[1], deoarece marile întreprinderi au elaborat și aplicat politici vaste de externalizare, prin care au cesionat părți întregi din unitățile lor către alte întreprinderi. Una dintre primele inițiative de acest sens aparține președintelui director general al Alcatel – Serge Tchruk , care la 26 iunie 2001 a anunțat intenția de a crea o întreprindere „fără uzină", adică fără ateliere de producție, deci fără angajați, în urma vânzării uzinelor de fabricație către investitori din China și Singapore. Exemplul celor de la Alcatel a fost urmat și de alte companii ca Philips, Cisco Systems etc.

Impunerea unui asemenea model organizațional în lumea afacerilor a reprezentat la început o ficțiune, iar criticii s-au grăbit să afirme că ilustrează o dimensiune strategică eronată a managementului financiar care duce la lipsa creșterii economice, într-un mediu de afaceri aflat în prezent în regres, confruntat cu incertitudine și instabilitate. Întreprinderea devenită „fără uzină", deci fără activitate productivă și fără angajați, în urma externalizării operațiilor de producție, are avantajul că își conservă activitatea financiară și, eventual, activitatea de cercetare și concepție. De asemenea, acționarii au de câștigat de pe urma acestor transformări, reflectate inclusiv în bilanțul contabil al întreprinderii, deoarece își însușesc întreaga valoare creată cu sprijinul direct al managerilor, care este mai degrabă o valoare captată (ascunsă, după cum consideră unii specialiști). Nu în ultimul rând, reducerea cheltuielilor salariale prin concedierea angajaților poate duce la creșterea valorii de piață a companiei; de exemplu, atunci când proprietarii companiei Michelin au anunțat desființarea a 7.500 locuri de muncă, cursul la bursă al acțiunilor corporației a crescut cu 12%.

Aceste avantaje au dat curaj managerilor care s-au grăbit să includă în strategiile lor manageriale cuvinte-cheie de genul parteneriat, alianță, „produci sau cumperi" (*make or by*). Pe acest fundal, conceptul s-a generalizat în ultimii ani, conform sloganului că „întreprinderea nu știe și nu mai vrea să se descurce singură"[2], dezvoltând relații de **subcontractare**. Subcontractarea este situația prin intermediul căreia o companie, numită **firmă principală**, oferă un contract de subcontractare unei alte companii,

[1] Mariotti, F. (2005) – *Qui gouverne l'entreprise en réseau*, Presses de Sciences Politiques, Paris, p. 12.

[2] Mariotti, F. – *op. cit.*, p. 9.

numită **firmă subcontractoare**, care este independentă și se obligă „să producă o componentă, un ansamblu, conform specificațiilor și planurilor furnizate"[1]. Deosebirea între subcontractare și tranzacțiile obișnuite cu părți și componente constă în obligația contractorului de a respecta întocmai planurile și specificațiile tehnice ale ordonatorului, care în majoritatea cazurilor se află într-o poziție superioară subcontractorului.

Firma subcontractoare asigură firmei principale externalizarea anumitor costuri și riscuri, deoarece evită investițiile în noi capacități de producție și își poate direcționa resursele financiare în alte direcții. De asemenea, este mai ușor pentru compania principală să își schimbe subcontractorii decât să opereze modificări asupra propriei capacități de producție, în sensul sporirii sau reducerii acesteia. În plus, procedura asigură un anumit grad de control al companiei principale asupra subcontractorului, în baza contractului încheiat, în care se consemnează și se impun condiții comerciale ca prețul, cantitatea, calitatea, termenul de livrare etc. Deși subcontractorul nu poate produce alte produse decât cele specificate în contract și nici nu poate intra pe noi piețe, el este avantajat de: accesul pe anumite piețe prin intermediul firmei principale, continuitatea comenzilor, injecții de capital sub formă de echipamente, accesul la noile tehnologii. De asemenea, subcontractarea este foarte avantajoasă pentru firmele mici, care evită falimentul și reușesc să supraviețuiască în lumea afacerilor.

Subcontractarea se utilizează atât în sfera industrială, cât și în cea comercială.

Subcontractarea industrială[2] poate fi de trei feluri:

- subcontractare de specialitate, bazată pe o relație permanentă, pe termen lung, în care subcontractorul exercită o funcție specializată pentru firma principală, deoarece dispune de capacități și echipamente speciale în acest scop, capabile să asigure o calitate superioară a prestației față de cea furnizată de compania principală. Din această categorie fac parte funcții de: producție (producția anumitor componente), marketing (servicii de informare și publicitate), cercetare-dezvoltare;
- subcontractare pe economii de costuri, bazată pe diferențele de costuri dintre subcontractor și firma principală, care poate considera mai ieftină subcontractarea unor activități decât executarea lor în interiorul firmei;

[1] Munteanu, C.; Horobeț, A. – *op. cit.*, p. 141.

[2] *Idem*, p. 141.

- subcontractare complementară, ca metodă adoptată de către firma principală pentru a face față creșterilor temporare ale cererii.

La rândul său, **subcontractarea comercială** implică producerea de produse finite de către un subcontractor care urmează specificațiile și cerințele firmei principale. Subcontractorul este implicat doar în producția propriu-zisă, și nu participa la acțiuni de promovare și distribuție a produsului.

Începând cu anii '90 ai secolului trecut, în mediul de afaceri european și cel nord-american s-a manifestat o accentuată tendință de subcontractare, în dorința de reducere a costurilor de producție, prin externalizarea anumitor activități. Extinderea pe scară lărgită a acestui comportament a mărit gradul de funcționalitate al raporturilor dintre firma principală și subcontractor. Astfel, firma principală nu caută doar acei subcontractori care oferă cele mai scăzute costuri, ci așa-numiții „subcontractori preferați", cărora li se transferă și alte responsabilități legate de designul și calitatea produselor. În asemenea condiții, este tot mai greu de înlocuit subcontractorul devenit tot mai specializat. Relațiile de subcontractare au devenit tot mai funcționale, în sensul că interesele unui partener nu se mai reflectă negativ asupra intereselor celorlalți, rezultând tendința de slăbire a caracterului ierarhic al relațiilor de subcontractare, cu impact asupra aplicării guvernanței corporatiste, sub raport financiar și juridic, la nivelul rețelei.

Întreprinderile-rețea sunt organizații descentralizate alcătuite din centre de producție și/sau de decizii relativ autonome. Aceste unități au un caracter plurifuncțional, în sensul că pot reuni „actori" economici cu meserii, specialități și competențe diferite, mizând pe complementaritatea acestora. Ele sunt evaluate pornind de la capacitatea de obținere a rezultatelor prin comparație cu unul sau mai multe obiective, în care imaginea clientului este omniprezentă. Eficacitatea ansamblului unei asemenea organizații este dată de relațiile dintre diferite componente, care acționează ca niște interfețe și care îmbracă forme contractuale.

Modelul întreprinderii-rețea se deosebește de modelul întreprinderii integrate elaborat de Ford; în timp ce la Ford principalul avantaj consta în hiperspecializarea componentelor, firma-rețea răspunde, înainte de toate, unei eficacități relaționale materializată în capacitatea de a funcționa în relație, schimbul de informații, partajarea cunoștințelor și a expertizelor.

Întreprinderile-rețea au cunoscut un proces evolutiv, trecând prin următoarele forme[1]:

a) **rețele sub formă piramidală**, reprezentate de vechile întreprinderi integrate care s-au angajat în politici de externalizare și și-au constituit rețele de subcontractori pentru munca de concepere și/sau producția de subansambluri de produse finite proprii. Vechile întreprinderi își conservă, în general, infrastructura de producție cea mai importantă și se ocupă exclusiv de asamblarea produselor finite. Din această categorie fac parte industria aeronautică, construcția de automobile, producători de echipamente informatice (de exemplu IBM). Acest proces evolutiv nu este caracteristic doar industriei, ci și marii distribuții care agreează modelul rețelei; astfel, se dezvoltă relații mai strânse între producători și distribuitori sau de sub-contractare, ca în cazul firmelor Ikea sau Decathlon pentru desfacerea propriilor produse (mobilă în primul caz, articole sportive în cel de-al doilea caz);

b) **firme „creuzet"**, având o istorie mai recentă, care s-au dezvoltat încă de la început pe o schemă reticulară, limitându-se doar la deținerea de active productive, bazându-se pe ajutorul masiv al **întreprinderii exterioare**. Această firmă se află în aval în cadrul lanțului de producție pe care îl coordonează și nu dispune întotdeauna de infrastructura necesară. Exemplele cele mai reprezentative sunt: Micro Concept Car (MCC) Smart (în domeniul auto), respectiv Dell Computers (în sectorul produselor informatice);

c) **rețeaua întreprinderilor mici și mijlocii** (IMM), extrem de diversificată, care are în comun asocierea întreprinderilor de talie mică, puternic ancorate în mediul local de afaceri, care efectuează schimburi „verticale" (fluxuri de produse) și „orizontale" (schimburi de forță de muncă, colaborări diverse). Ca exemple pot fi invocate: „districtul" de întreprinderi mici și mijlocii din regiunea industrială Emilia-Romagna nordul Italiei, precum și cel din regiunea canadiană Beauce (Québec). Un caz reprezentativ este cel al întreprinderii Benetton, care și-a repartizat producția în interiorul micilor întreprinderi din bazinul mediteranean care lucrează pe bază de tipare și și-a organizat distribuția de-a lungul unei rețele exclusive de detailiști independenți, pe bază de franciză. Demn de invocat este cazul întreprinderilor familiale din Hong-Kong care și-au creat o adevărată rețea de producție și distribuție

[1] Mariotti, F. – *op. cit.*, p. 23.

în funcție de evoluția pieței mondiale. În anii '80 ai secolului trecut au recurs la subcontractare (în special cu China), asigurând piețe pentru desfacerea produselor, prin legătura cu întreprinderile occidentale, atât în industrie, cât și în marea distribuție;

c) **alianțe strategice** între marile firme, concentrate pe producția și/sau comercializarea de anumite bunuri pentru o perioadă limitată. Întreprinderile își pun în comun resursele în domenii în care o singură companie nu își poate asuma singură riscul, creând afaceri de tip *joint-venture*; cele mai reprezentative exemple sunt: industria microelectronică (*high tech*), sectorul servicii (transport aerian).

Se poate afirma că întreprinderile-rețea au realizat cele mai mari performanțe în lumea industrială contemporană, impunând pe acest fundal necesitatea apariției unor standarde de guvernanță corporatistă. Nevoia de guvernare a rețelei se bazează pe următoarele motive:

- delegarea de către o firmă a unui număr crescător de activități către o întreprindere exterioară necesită în mod imperativ nevoia de guvernanță, deoarece satisfacerea clientului final depinde în mod direct de calitatea prestațiilor subcontractorilor; într-adevăr, subansamblurile concepute sau fabricate prin intermediul subcontractorilor, precum și eventualele servicii prestate sunt „încorporate" în produsul final. Existența unor deficiențe/slăbiciuni atinge reputația întregii rețele, rezultând nevoia efortului structurat de control și guvernanță a întregului lanț de activitate. Controlul este necesar mai ales în condițiile descentralizării și delegării de autoritate;

- competența de gestiune și pilotaj a unui lanț de distribuție trebuie să se regăsească printre principalele competențe reziduale ale unei firme care și-a ales să se recentreze pe meseria sa de bază, externalizând cea mai mare parte a funcțiilor sale tradiționale.

În plus, nevoia de restaurare a capacității de guvernanță „pierdută" în structurile birocratizate ale întreprinderii integrate face extrem de dificilă construcția fundamentelor guvernanței corporatiste a rețelei. De asemenea, declinul întreprinderii integrate a fost însoțit de o criză concomitentă a sistemului guvernanței corporatiste, bazate pe ierarhie și relații de autoritate,

ca în modelul weberian[1]; or, dacă în modelul lui Weber controlul era elementul de bază, în cadrul rețelei capătă noi accepțiuni.

Modelul întreprinderii-rețea modifică natura controlului exercitat prin conducători asupra unei părți din activele necesare producției de bunuri și servicii, acordând un loc mai important formulelor contractuale de tip sub-contractare sau leasing. Aceasta face ca operațiunea de control să treacă în sarcina unui terț (furnizor sau finanțator). La fel se procedează și în cazul controlului resurselor umane, în sensul că directorul general (care „dă ordine") nu poate pretinde vreo autoritate directă asupra salariaților de la întreprinderile subcontractante, deoarece nu se află în raporturi de subordonare directă cu aceștia.

Externalizarea activității generează, în mod implicit, externalizarea controlului care poate fi de două tipuri: **control orizontal** („încrucișat"), respectiv autocontrol. În **primul** caz, controlul este axat pe imaginea rețelei în mediul concurențial și surprinde amenințările pieței și presiunile exercitate de către competitori. El se exercită atât în beneficiul rețelei (prin prisma identificării căilor de creștere a profitului), cât și al clienților, urmărind gradul de satisfacere al acestora. Raportul de control va evidenția bunele practici la nivelul componentelor rețelei, precum și cazurile negative. La rândul său, **autocontrolul** contribuie la asigurarea politicii de calitate la nivelul rețelei, raportul de control fiind axat pe evidențierea mecanismelor care garantează execuția de lucrări și prestarea de servicii, în acord cu clauzele contractuale, de către întreprinderile din rețea.

Externalizarea controlului în cadrul rețelei reprezintă premisa de bază a apariției guvernanței corporatiste. În mod concret, nevoia de guvernanță la nivelul întreprinderii-rețea se bazează pe analiza puterii și a modului de partajare a acesteia, precum și pe modalitățile de control al managerilor de către acționari. Conceptul se bazează pe fundamente clasice cum sunt piața și ierarhia, fiind, totodată, un instrument care probează superioritatea reglementărilor pieței. Recursul la guvernanță ia în considerare conflictele de putere, jocul grupurilor de interes (sociale), construcția convențiilor și a contractelor, mecanismele de control. Este exclus din start, orice abuz de poziție dominantă din partea statului, lăsând câmp liber de acțiune inițiativei private sau asociative.

[1] În opinia lui Max Weber, birocrația este caracterizată de: competență, ierarhie, continuitate, impersonalitate și expertiză. Cea mai importantă trăsătură este diviziunea sistematică a muncii (pe birouri), prin intermediul căreia problemele administrative complexe sunt fragmentate pe obiective realizabile, fiecare depinzând de un departament anume și coordonate apoi de o ierarhie centralizată de comandă.

2. SUPORTUL DOCTRINAR AL GUVERNANȚEI FINANCIARE CORPORATIVE. EVOLUȚII RECENTE ŞI IMPLICAȚII

2.1. Doctrina britanică versus doctrina franceză

2.1.1. Principiile guvernanței financiare corporative elaborate de Adrian Cadbury

Meritul de a sintetiza şi de a pune bazele primului cod de guvernanță corporatistă în Europa i-a revenit lui Sir Adrian Cadbury, cel care a condus timp de 14 ani Compania Cadbury, în calitate de preşedinte al Consiliului de Administrație. Codul Cadbury a stat la baza elaborării Codului de Conducere Corporativă a Bursei de Valori londoneze, conținând principii şi reguli de bază pentru administrarea unei companii, astfel încât să se obțină eficientizarea acesteia şi înlăturarea oricărei discriminări între acționari. În viziunea lui Adrian Cadbury, elementele cheie ale guvernanței corporatiste sunt: onestitatea, încrederea, deschiderea, orientarea spre performanță, responsabilitatea, respectul reciproc, angajamentul față de organizație. De mare interes este modul în care managerii dezvoltă modele ale guvernanței corporative şi le aliniază la sistemul de valori al companiei; în egală măsură, în procesul decizional este necesar să se țină cont de părerea directorilor cu experiență (*seniors executives*) capabili să impună, prin atitudinea lor, respectarea unor norme care să prevină apariția conflictelor de interes.

Primul raport întocmit de Cadbury la 27 mai 1992 și definitivat la 1 decembrie 1992 a statuat trei principii[1] ale guvernanței corporatiste: deschiderea (transparența), integritatea și responsabilitatea.

Deschiderea (transparența) din partea companiilor reprezintă baza încrederii care ar trebui să existe în afaceri între cei care și-au propus ca obiectiv obținerea succesului. Deși transparența se exercită între anumite limite impuse de mediul concurențial, fără a încălca regulile secretului profesional, o abordare deschisă manifestată prin diseminarea și publicarea informațiilor, asigură eficiența muncii, promovează un Consiliu de Administrație determinat și permite accesul acționarilor și al altor entități interesate, la informații despre companie. Practica a demonstrat că „expunerea publică a propriilor acțiuni și decizii în vederea examinării lor de către mass-media contribuie la îmbunătățirea comportamentelor și a performanței"[2]. Deschiderea față de mediul de afaceri și, implicit, față de opinia publică, reprezintă premise ale eficienței și stabilității, deoarece ascunderea situațiilor reale și falsificarea rezultatelor financiare sunt manevre pe termen scurt care, mai devreme sau mai târziu, vor ieși la suprafață.

De exemplu, companiile americane Enron și WorldCom, care au făcut subiectul unor falimente răsunătoare la începutul anilor 2000, au avut aceeași firmă de consultanță și audit – Arthur Anderson. Arthur Anderson[3] a ascuns problemele Enron și WorldCom, ulterior fiind desființată.

Auditarea se derula astfel încât să nu se piardă contractul de consultanță, fiind mult mai bănos; în timp ce pentru audit se încasa 1.000.000 USD/an, pentru consultanță onorariul era de 10.000.000 USD/an. Pe lângă situația de incompatibilitate care se poate sesiza, este evident că auditorii nu ar fi contrazis consultanții, deoarece vorbim de una și aceeași firmă. De asemenea, la fel de grav este și faptul că, deși ambele companii înregistrau pierderi, acestea au fost trecute prin ajutorul companiei de audit la investiții; cu cât pierderile erau mai mari, cu atât „sporeau" investițiile, inducând în eroare acționarii, amăgiți de cifre umflate sau informații virtuale lansate de firma de audit.

---

[1] Cadbury, Adrian – *op. cit.*; p. 16.

[2] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 24.

[3] Informații prelucrate după: Dugna, P.-Y. (2002) – *Les Etats Unies se preparent pour la faillete de WorldCom*, în *Le Figaro Economie*, 20-21ème Juillet; www.wall-street.ro/articol/International/5207/Bomba-financiara-Worldcom.html, 16.08.2005.

Principiul **integrității** presupune adoptarea unui comportament onest și corespunzător din partea companiei în toate activitățile întreprinse. Integritatea devine un principiu imperativ atunci când întreprinderea întocmește situațiile financiare într-o manieră onestă și corespunzătoare realității. Integritatea raporturilor întocmite depinde de integritatea celor care le întocmesc și le prezintă. De exemplu, în cazul companiei WorldCom, verificările efectuate au evidențiat lipsa totală de integritate, deoarece suma de 3,8 miliarde de dolari, reprezentând cheltuieli operaționale pentru ultimele cinci trimestre (ale perioadei 2001-2002), a fost înregistrată drept investiții de capital, ceea ce a determinat o creștere a lichidităților și a ratei de profitabilitate. Potrivit Comisiei americane de supraveghere a operațiunilor bursiere, conducerea companiei WorldCom a raportat, pentru anul 2001, în mod fraudulos fluxuri de capital în valoare de 2,39 miliarde de dolari, în timp ce situația reală indica pierderi de 662 milioane de dolari. De asemenea, în primul trimestru din anul 2002, WorldCom a raportat incorect fluxuri de capital de 240 milioane de dolari în loc de pierderi de aproximativ 557 milioane de dolari.

În fine, **responsabilitatea** este îndatorirea efectivă a Consiliului de Administrație (*board*) și se manifestă prin calitatea informațiilor furnizate acționarilor, pentru ca aceștia să își poată da acordul în calitate de proprietari asupra operațiunilor întreprinderii, fiind la curent cu situația acesteia. Cazurile amintite anterior evidențiază lipsa de răspundere la nivelul celor mai importante funcții din companii, director general și director financiar. Atât la Enron, cât și la WorldCom anchetele efectuate au evidențiat frauda, conspirația și eliberarea de documente financiare false, cu largul concurs al conducătorilor, care au pus presiune pe raportarea de rezultate financiare favorabile. Or, aceste manevre au transformat cele două companii, cu mari probleme financiare, în adevărate vedete ale bursei.

În timp ce WorldCom avea datorii totale de 35 miliarde dolari, din care credite bancare de rambursat în sumă totală de 2,65 miliarde dolari, valoarea de piață a companiei era de 160 miliarde dolari. La momentul intrării în faliment, produs în anul 2002, dispunea de active de 104 miliarde dolari. În calitate de al doilea operator de telefonie fixă din SUA, asigura transportul unei jumătăți din traficul prin rețeaua de internet și era unul din furnizorii de servicii de telefonie ai Pentagonului și ai Direcției Federale a Aviației Civile. Astfel se bucura de încrederea deplină a investitorilor, fapt ce a făcut ca prețul unei acțiuni să fie de 64 dolari la 1 iunie 1999, dar la momentul intrării în faliment cursul acțiunilor a scăzut la doar 0,08 dolari/acțiune.

La rândul său, compania Enron a dezvoltat peste 400 de tipuri de produse financiare noi, care au generat riscuri mari și au agravat starea companiei. În calitate de vânzător de energie, compania a achiziționat tot felul de firme din cele mai diverse și s-a implicat, inevitabil, și în domenii fără nicio legătură cu energia, decizie care a generat pierderi uriașe. Însă din cauza presiunii de a raporta rezultate favorabile, pierderile erau trecute la investiții și s-au făcut diferite manevre, până când totul a ieșit la iveală. Fraudele contabile au început în primul trimestru al anului 2000 și au continuat până în anul 2001, când societatea a fost declarată în faliment, deși înainte anunțase că are o situație financiară bună. Peste 10.000 de salariați și-au pierdut locul de muncă și 20.000 de investitori au fost ruinați în urma falimentului.

În practică, se constată adesea că responsabilitatea nu este clar definită atât pentru personalul executiv, cât și pentru decidenți. Capacitatea de decizie crește pe măsură ce poziția pe scara ierarhică se îmbunătățește. Totuși, ierarhia limitează responsabilitatea oficialilor și îi forțează să definească valorile cu care lucrează. Acesta nu înseamnă că managerii de la nivelele medii nu iau decizii dificile. Însă pe măsură ce se avansează pe scara ierarhică crește confruntarea cu alegerea între valori și opțiuni concurente, conjunctură care creează o doză sporită de conflict.

Într-o anumită măsură, se poate aprecia că specializarea și ierarhia tind să acționeze în comun pentru limitarea autorității. Astfel, specializarea limitează autoritatea de jurisdicție (ca în formulări de tipul „Nu sunt responsabil pentru ceea ce se întâmplă în biroul/serviciul A"). La rândul său, ierarhia limitează autoritatea managerială (în formulări de tipul „Nu fac eu regulile"). În consecință, ierarhia permite, chiar obligă factorii de conducere să definească și să limiteze seturile de valori care încadrează activitatea subordonaților.

Prin urmare, asumarea răspunderii presupune parcurgerea mai multor etape, între care se pot remarca următoarele[1]:

- claritatea soluțiilor formulate de decidenți și, implicit, a răspunderii asumate de către aceștia, este condiționată de buna cunoaștere a activităților întreprinderii și a problemelor cu care aceasta se confruntă, inclusiv a comportamentului organizației;

- responsabilitatea trebuie să se manifeste la toate nivelurile ierarhice ale organizației, începând cu cele inferioare și terminând cu *board*-ul.

[1] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 24.

În același timp, este important să existe o diviziune clară a muncii, pentru a ști ce trebuie să faci și cui trebuie să raportezi;

- persoana în fața căreia răspunzi trebuie să dețină informații suficiente și concrete pentru a avea o altă opinie, dacă este cazul, față de spusele angajaților, dar care să fie corect argumentată, nu doar pentru a contrazice un subaltern;
- angajarea răspunderii este o premisă a examinării independente, cum este cazul auditului intern, pentru a evita contestarea managementului și a deciziilor acestuia;
- la nivelul companiei, trebuie să existe un mecanism bine intenționat de recompensă și sancționare care să funcționeze corect și permanent. Răspunderea va fi afectată dacă se primesc aceleași recompense, indiferent de aportul fiecărui angajat în parte.

2.1.2. Raportul Cadbury și dezvoltările sale ulterioare

Ca urmare a șirului de scandaluri care au destabilizat funcționarea sistemului financiar britanic, în anul 1992, la Bursa de Valori de la Londra a început o amplă dezbatere privind importanța guvernanței corporative. Procesul s-a derulat pe o perioadă mai mare de timp și a stârnit interesul mediului de afaceri, dar și al oamenilor politici, având ca finalitate elaborarea de rapoarte specifice, întocmite de Cadbury (1992), R. Greenbury (1995) și R. Hampel (1998). Aceste rapoarte au asigurat suportul doctrinar al guvernanței corporatiste și au oferit soluții raționale la problemele de conducere și control în cadrul corporațiilor, prin combinarea optimă a elementelor de natură economică, juridică și instituțională.

În accepțiunea engleză a guvernanței corporative, Consiliul de Administrație este responsabil cu managementul afacerilor întreprinderii, care presupune: definirea axelor strategice ale companiei, asigurarea cadrului necesar implementării acestora, controlul managementului afacerilor curente, prezentarea de rapoarte (dări de seamă) către acționari privind activitatea derulată în decursul exercițiului.

Misiunea comisiei condusă de Sir Adrian Cadbury s-a concretizat în efectuarea de recomandări grupate într-un Cod al celor mai bune practici (*Code of Best Practices*) în vederea ameliorării modului de organizare al puterii între cei mai importanți *stakeholders* (acționari, administratori,

manageri). Potrivit tradiției britanice, în vederea autorizării unei mai mari flexibilități în implementare, Codul face recomandări și nu este fondat, din start, pe reglementări. Așadar, se are în vedere o aplicare experimentală înainte de definitivarea aspectelor normative. Recomandările au vizat, punctual, următoarele aspecte:

1. Divizarea responsabilităților la nivelul de vârf al societății trebuie să fie clar formulate și acceptate de toți. Din acest motiv, puterea trebuie partajată între președinte (*Chairman*) și directorul executiv (*Chief Executive Officer*), astfel încât nici unul să nu aibă întreaga putere decizională. În ipoteza în care cele două poziții sunt deținute de una și aceeași persoană, Consiliul de Administrație trebuie să includă cel puțin un membru senior (*Senior Member*), recunoscut pentru reputație, independență și forță de caracter;

2. Consiliul de Administrație trebuie să includă, alături de directorii executivi (care fundamentează decizii operaționale) și directori non-executivi (administratori), al căror scop este reprezentarea într-o manieră independentă a intereselor acționarilor. De aceea, pentru a-și exercita atribuțiile, *board*-ul trebuie să se întrunească cu regularitate, să efectueze un control efectiv asupra societății (în special în domeniul financiar), să își stabilească anumite domenii de responsabilitate exclusivă și să aibă acces liber la toate informațiile care privesc viața companiei;

3. Directorii executivi sunt numiți de acționari pentru un mandat (de regulă, cu o durată de 3 ani) și trebuie supuși, anual, unui proces de evaluare. Remunerația lor globală trebuie stabilită în mod individual, defalcată pe salarii, bonusuri, avantaje și pachete de acțiuni (*stock-options*) și trebuie fixată de un comitet specific format din directorii non-executivi;

4. Directorii non-executivi, stabiliți într-un număr suficient, au misiunea de a contribui printr-o judecată independentă, fondată pe interesul acționarilor, în domeniile care vizează rezultate, strategii, calitatea managementului, proceduri de control. Pentru a-și exercita misiunea, ei trebuie să lucreze în cadrul unor comitete specifice (de audit) prin care se numesc directorii și se stabilește politica lor salarială;

5. Obiectivele de independență ale auditorilor reprezintă un element esențial în vederea asigurării controlului eficient al gestiunii financiare a întreprinderii. Pe această bază, comitetului de audit îi revine sarcina de a selecta auditorii și de a lucra cu ei, în vederea obținerii rezultatelor scontate în urma misiunii de control.

Aceste dispoziții, publicate în decembrie 1992, au fost aplicate progresiv de societățile britanice cotate, în ciuda protestelor acționarilor, conducătorilor, auditorilor. Nerespectarea acestor recomandări nu este sancționată prin lege, dar societățile cotate trebuie să indice în rapoartele lor anuale, dacă s-au conformat Codului, fapt care se răsfrânge în mod eficient sau nu, asupra ratingului acordat de agențiile de specialitate. Ca urmare, această obligație a avut ca efect **autodisciplinarea** companiilor.

Calitatea implementării recomandărilor făcute de Cadbury a fost analizată în rapoartele de progres elaborate ulterior. Astfel, în anul 1995 a fost elaborat raportul **Greenbury**, care s-a concentrat pe problemele salariilor managerilor și pe realitatea și transparența sumelor date publicității. În anul 1998, a fost elaborat raportul **Hampel**, care a făcut un bilanț pe 5 ani al aplicării recomandărilor din raportul Cadbury, aducând în atenție o serie de chestiuni noi, cum sunt:

- problema **interesului acționarilor**, prin principiul „Prosperitatea întreprinderii trebuie preferată responsabilității"[1];
- în materie de interes al acționarilor, aduce un aspect interesant, și anume apărarea intereselor acționarilor actuali și viitori, în vederea evitării intereselor pe termen scurt (*le short termisme*), prevenind eventuala opțiune pentru vânzarea acțiunilor. În felul acesta, se păstrează acțiunile, se previn operațiunile speculative, ceea ce corespunde noțiunii franceze de „interes social";
- contestă practicile guvernanței corporative, care pentru anumite întreprinderi britanice înseamnă să fie deschise în aplicarea recomandărilor[2], pe care, deși le cunosc, în realitate nu doresc să le aplice;
- deși apreciază concluziile raportului Cadbury, nu este de acord cu acele consilii care nu fac decât să se conformeze regulilor, criticând atitudinea pasivă a acestora: „Este mai mare nevoie de Consilii de Administrație performante decât de Consilii de Administrație care să se conformeze regulilor"[3];
- ținând cont de faptul că mai puțin de 40% din acționari votează în Adunarea Generală a Acționarilor (AGA), raportul respinge ideea că în

[1] "Corporate prosperity should come before accountability" (Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 7).

[2] Pentru a exprima acest tip de comportament se folosește expresia *Box Ticketing*.

[3] "There is a need for boards to perform rather to simply conform" (Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 7).

AGA se votează modul de remunerare al managerilor; această chestiune trebuie să treacă în sarcina administratorilor independenți;

- autorul raportului nu este de acord cu separarea funcției de Președinte de cea de Director Executiv, dar admite ideea că mandatul celui care deține o asemenea responsabilitate să nu depășească 3 ani.

Raportul Hampel face următoarele propuneri:

- acționarii trebuie să fie informați într-o manieră simplă și clară în legătură cu toate câștigurile managerilor;
- dacă un administrator își dă demisia, trebuie să își expună motivele în raportul anual;
- condițiile financiare de revocare ale unui mandatar social trebuie să fie aduse la cunoștința acționarilor;
- orice administrator va trebui să primească o fișă completă a postului, care va conține drepturile și îndatoririle ce îi revin, pe care o va respecta.

Raportul Hampel a fost urmat în anul 2003 de raportul **Higgs**. Acesta a acordat o atenție deosebită administratorilor independenți și monitorizează modul în care managerii respectă interesele acționariatului și sunt un factor de echilibru în procesul decizional, inclusiv în plan financiar.

2.1.3. Codul Combinat al guvernanței corporatiste

Codul Combinat al guvernanței corporatiste cuprinde un set de principii ale bunei guvernanțe și este perceput ca un cod al celor mai bune practici (*Code of Best Practices*), devenind o cerință imperativă pentru companiile listate la Bursa de Valori londoneză. Codul a fost elaborat sub supravegherea Consiliului Raportării Financiare (*The Financial Reporting Council*) și a Autorității Serviciilor Financiare a Companiilor Listate (*The Financial Services Authority's Listing Rules*). Codul Combinat s-a format prin consolidarea și rafinarea unui număr de rapoarte și coduri de guvernanță corporatistă, între care se pot menționa raportul Cadbury, raportul Greenbury, raportul Hampel. Prima variantă a Codului a fost elaborată în anul 1998 și se bazează pe raportul Hampel , în timp ce varianta finală a fost finalizată și dată publicității în luna mai a anului 2000.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Codul Combinat cuprinde două părți: Principii ale bunei guvernanțe, Codul celor mai bune practici. La rândul său, fiecare din cele două părți este structurată pe două secțiuni, cu un conținut identic, după cum este prezentat în Tabelul nr. 6. Cele două părți funcționează ca un tot unitar, în sensul că aplicabilitatea principiilor este condiționată de respectarea anumitor măsuri cu rol preventiv (*Code Provisions*) care sunt adaptate fiecărei secțiuni în parte și conținutului punctual al acesteia.

Tabelul nr. 6. Structura Codului Combinat

Principii ale bunei guvernanțe (Principles of Good Governance)	Codul celor mai bune practici (Code of Best Practices)
Secțiunea I. Companii A. Directori B. Remunerarea directorilor C. Relația cu acționarii D. Contabilitate și audit	Secțiunea I. Companii A. Directori B. Remunerarea directorilor C. Relația cu acționarii D. Contabilitate și audit
Secțiunea II. Investitori instituționali	Secțiunea II. Investitori instituționali

În sinteză, **principiile** bunei guvernanțe prevăzute în prima parte a Codului Combinat, sunt următoarele:

1. Fiecare companie ar trebui condusă de un Consiliu de Administrație eficient care este capabil să decidă și să conducă;

2. Între cele mai înalte funcții din cadrul corporației – Președinte și Director executiv – trebuie să existe o separare clară a responsabilităților; astfel, se asigură un echilibru al puterilor și autorității, deoarece dreptul majoritar de decizie nu se concentrează în mâinile unei singure persoane;

3. Activitatea Consiliului de Administrație ar trebui să se bazeze pe stabilitate și independență. Stabilitatea este determinată de componența membrilor Consiliului, respectiv directorii executivi și directorii non-executivi (în special de directorii non-executivi care sunt independenți), astfel încât nicio persoană sau grup restrâns de persoane să nu aibă capacitatea de a influența votul în plen;

4. Politica de salarizare a managerilor trebuie elaborată printr-o procedură formală și transparentă, astfel încât să asigure atragerea de persoane

competente și menținerea acestora în companie; remunerarea trebuie legată de performanța realizată de manageri, evitând salarizarea insuficientă, precum și cea în exces;

5. Consiliul de Administrație trebuie să realizeze o evaluare echilibrată și coerentă a situației companiei și a perspectivelor sale, susținând un sistem sănătos și integru de control intern asupra investițiilor și patrimoniului companiei. Totodată, Consiliul de Administrație ar trebui să stabilească procedurile formale și transparente în vederea elaborării rapoartelor financiare, aplicării principiilor de control intern și menținerii unor raporturi corespunzătoare cu auditorii companiei;

6. În relația cu acționarii, companiile ar trebui să fie pregătite să practice dialogul cu investitorii instituționali, bazat pe stabilirea de comun acord a obiectivelor; este încurajată comunicarea cu investitorii privați, precum și participarea acestora la dialog.

În vederea implementării principiilor, codul face o serie de **recomandări** care au un rol preventiv pentru companii. Astfel, în cazul primei secțiuni care se referă la **companii**, se au în vedere următoarele:

- întrunirea cu regularitate a membrilor Consiliului de Administrație în ședințe convocate din timp, cu luarea la cunoștință a ordinii de zi;

- judecata liberă, obiectivă și independentă a managerilor în privința elaborării strategiei companiei, a performanțelor asumate și a evaluării resurselor disponibile;

- includerea în cheltuielile bugetare a unor sesiuni de training și a stagiilor de formare profesională pentru manageri, precum și a onorariilor pentru experți din afara companiei, dacă se externalizează procesul decizional și se apreciază că este nevoie de consultanță străină;

- includerea în Consiliul de Administrație a unui manager senior independent, în cazul în care funcția de Președinte și cea de Director General sunt cumulate de o singură persoană;

- numărul directorilor non-executivi să fie de maxim 1/3 din numărul total al membrilor Consiliului de Administrație; aceștia vor fi consultați pe probleme specifice;

- directorii să nu fie învestiți pentru mai mult de două mandate, iar durata optimă a unui mandat să fie de 3 ani;

- se recomandă constituirea unui comitet de remunerare care elaborează şi face public conţinutul pachetelor salariale detaliat pentru fiecare manager în parte, incluzând contribuţiile sociale şi cele la fondurile de pensii, precum şi eventualele sancţiuni aplicabile acestora pentru nerealizarea indicatorilor de performanţă;
- informarea la timp a acţionarilor în legătură cu data întrunirii Adunării Generale a Acţionarilor, măcar cu 20 de zile în avans;
- evidenţa clară a numărului de voturi pentru/contra/abţineri, precum şi a voturilor prin procură, pe baza cărora s-au adoptat deciziile companiei;
- asumarea răspunderii de către manageri pentru rapoartele financiare întocmite şi a responsabilităţii ce revine auditorilor în acest demers;
- efectuarea cel puţin o dată/an a unui control intern;
- înfiinţarea unui Comitet de audit format din cel puţin 3 directori non-executivi şi precizarea în scris a drepturilor şi îndatoririlor pe care le au în această calitate.

În cazul celei de-a doua secţiuni, care se referă la **Investitorii instituţionali**, se au în vedere următoarele:

- existenţa unor criterii comune pe care le folosesc investitorii instituţionali pentru a evalua performanţa companiilor în care investesc;
- monitorizarea modului în care deciziile adoptate prin votul investitorilor instituţionali se implementează întocmai în practică de către manageri;
- acordarea de prime, bonusuri şi alte scheme de motivare financiară, în afara celor stabilite iniţial. Dacă este cazul, Comitetul poate decide majorarea salariilor de bază ale directorilor aflaţi în pragul pensionării, pentru a beneficia de o pensie mai mare. Comitetul are obligaţia de a informa acţionarii cu privire la aceste aspecte şi de a aduce argumente pertinente şi solide faţă de aceste decizii.

Aplicarea Codului Combinat are un caracter voluntar, însă investitorii instituţionali exercită presiuni asupra companiilor care nu se supun, după principiul „conformează-te sau explică". În egală măsură, implementarea Codului se explică şi din dorinţa companiilor de a face parte dintr-un club select, accesibil celor care sunt adepţi ai transparenţei şi informării corecte a investitorilor instituţionali.

2.1.4. Doctrina franceză – între modelul monist și modelul dualist

Concepția franceză reprezintă o reacție la presiunile britanice în direcția îmbunătățirii standardelor de guvernanță corporativă și s-a materializat atât în procesul de reglementare, cât și în elaborarea unor rapoarte, într-o manieră identică celei britanice. În plan reglementativ, a fost adoptată o lege în anul 1996 (modificată în anul 2001), care oferea **două soluții** față de recomandările raportului Cadbury, privind coexistența în cadrul aceluiași Consiliu de Administrație a două tipuri de conducători (Președintele și Directorul executiv), respectiv două categorii de administratori, incluzând managerii (executivi) și administratorii (non-executivi).

Una dintre soluții avea un caracter radical și se baza pe aplicarea modelului dualist, iar cealaltă o soluție de compromis, presupunea un model monist. Diferențele între cele două modele sunt prezentate în Tabelul nr. 7.

Tabelul nr. 7. Modelul dualist versus modelul monist

Modelul dualist	Modelul monist
- permite o separare mai clară față de modelul anglo-saxon, între Directorat (format din directorii executivi) și Consiliul de Administrație /Supraveghere;	- este mai apropiat de modelul anglo-saxon, deoarece reunește într-un singur organ colegial (denumit Consiliu, echivalentul *board*-ului), atât directorii executivi, cât și managerii non-executivi;
- modelul era utilizat doar de 2% dintre companiile franceze, forțând autoritățile să impună întreprinderilor să comaseze funcționarea celor două consilii într-unul; astfel, exigențele Franței au devenit mult mai mari față de cele ale Marii Britanii.	- executivul este format din Președintele - Director General și Directorii generali; Directorii generali pot avea și statut de administratori, ipostază în care asigură gestiunea cotidiană și se angajează să reprezinte societatea în raporturile cu terții;
	- administratorii se încadrează atât în categoria managerilor executivi (ca în situația anterioară), cât și în categoria managerilor non-executivi; în acest din urmă caz, administratorii au dreptul de a-și reprezenta acționarii, prin exercitarea de puteri colegiale, în cadrul Consiliului Colegial, convocat la inițiativa Președintelui – Director General.

Sursa: prelucrare după Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 9.

În formula structurii moniste, principiile guvernanței financiare corporative anglo-saxone nu erau decât parțial aplicabile în sistemul francez și nu fac decât să sporească abuziv puterea Președintelui – Director General. În acest spirit, se pot invoca următoarele argumente:

- Președintele – Director General îndeplinește, în același timp, atât funcția de Director executiv, cât și pe cea de Președinte, făcând imposibilă separarea puterii (la acea dată);
- Președintele – Director General are dreptul de a convoca, prezida și, uneori, de a numi, controla și revoca membrii Consiliului de Administrație (Supraveghere);
- raportul de forțe dintre Președinte și administratori este echilibrat doar din punct de vedere teoretic; în practică, administratorii nu pot lua atitudine decât într-un mod colegial. Astfel apare următorul **paradox**: pe de o parte, administratorilor li se impune o responsabilitate totală, dar pe de altă parte puterea lor este doar colegială și nu conferă nicio modalitate de acțiune concretă, prin care dezaprobă sau sancționează conduita Președintelui – Director General.

De asemenea, structura monistă[1] de putere este fondată pe mentalitatea franceză, care ține cont mai degrabă de încrederea în capacitatea și talentul managerilor cantonat pe acțiuni care exclud abuzul de putere. Cu toate bunele intenții, la nivelul autorităților publice (legislativ), s-a recunoscut necesitatea stabilirii și implementării unor reguli de funcționare armonioase care să sporească puterea administratorilor. Acestea s-au materializat în rapoarte întocmite de echipe de experți, sub conducerea unor parlamentari francezi. Astfel, au apărut: Raportul Viénot I (1995), Raportul Marini (1996), Raportul Viénot II (1999), între care se pot constata asemănări și diferențe, prezentate în Tabelul nr. 8.

[1] Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 10.

Tabelul nr. 8. Asemănări și deosebiri între rapoartele franceze ale guvernanței corporatiste

Raport	Conținut	Recomandări/propuneri
Raportul Viénot I (1995)	- a captat **atenția** managerilor de companii; - promovează concepția conform căreia Consiliul de Administrație (CA) are **dreptul** de a-și adapta conținutul, structura și modul de funcționare, astfel încât să își îndeplinească misiunea; - precizează clar **misiunile** CA: definirea strategiei, desemnarea mandatarilor sociali, controlul gestiunii și calitatea informațiilor furnizate acționarilor și pieței; - are anumite **limite**, între care se pot menționa: 1. primatul acordat interesului social față de interesul acționarilor, care a marginalizat rolul acestora din urmă în viața CA; 2. prevederea dreptului de acces la informații pentru administratori, în absența unei reglementări juridice clare, care creează dificultăți de implementare; 3. respingerea posibilității de separare statutară a funcției de Președinte de cea de Director General, care limitează flexibilitatea organizării puterilor în cadrul companiei; 4. limitarea numărului de mandate pentru administratori, fără fixarea unor reguli precise și clare, care face măsura inoperabilă; 5. nu stabilește condițiile concrete de aplicare a recomandărilor, spre deosebire de rapoartele britanice.	- face următoarele **recomandări**: 1. limitarea numărului de mandate ale administratorilor la maxim 5 ; 2. accesul administratorilor independenți în cadrul CA, pentru a întări responsabilitatea CA față de ansamblul acționarilor; 3. constituirea comitetelor de control al conturilor, cheltuielilor cu salariile și al numirilor în funcții; 4. adoptarea celor mai bune metode de lucru și respectarea dreptului la informare și de control al CA; 5. redactarea unei Carte/Statut al administratorilor care prevede drepturile și obligațiile acestora.
Raportul Marini (1996)	- introduce **concepte inovatoare**, menite să înlăture atitudinea ezitantă a dreptului francez aflat la granița curentului britanic cu cel germanic (abordare contractuală de inspirație engleză și concepția instituțională caracteristică dreptului german);	- elaborează **propuneri** interesante ca: 1. posibilitatea de separare între funcția de Președinte și cea de Director General;

Raport	Conținut	Recomandări/propuneri
	- promovează un echilibru mai bun între puteri și responsabilități în cadrul întreprinderii, reparând ambiguitățile legislative care, pe de o parte, asigură dominația funcției de conducere față de cea de control, iar pe de altă parte, privilegiază controlul extern (judiciar), față de controlul intern (exercitat de acționari sau inspectorii de control); - reinstaurează primatul interesului acționarilor față de interesul social, pentru a limita puterile managerilor; - responsabilizează pe noii acționari, în vederea rezolvării diferendelor juridice civile în instanță, forțându-i să găsească soluții de stingere a conflictelor, evitând depunerea de plângeri de către reclamanți; - are anumite **nerealizări**, între care se pot menționa: 1. nelegitimării intervenției parlamentului în trei domenii-cheie ale întreprinderii: funcționarea organismelor de conducere, informarea acționarilor, responsabilizarea administratorilor; 2. imposibilitatea obligării managerilor de a-și face cunoscute remunerațiile.	2. limitarea numărului de mandate ale administratorilor, ca singura cale viabilă de a contribui la apariția unei noi generații de administratori.
Raportul Viénot II (1999)	- introduce prevederea ca societățile cotate să furnizeze informații privind remunerarea echipei de management; - este mai ambițios decât raportul Viénot I, deoarece susține necesitatea administratorilor independenți și propune ca repartizarea acestora să se facă în următoarele ponderi: minim 1/3 în CA, minim 50% în comitetul de remunerare; - nu a fost consecvent în privința impunerii prin reglementare a numărului de mandate ale administratorilor, precum și a duratei acestora (de doar 3 ani față de 6 ani cât era).	- **recomandă** ca rapoartele anuale să conțină informații privind: administratorii și activitatea pe care au desfășurat-o, numărul ședințelor de CA, situația conturilor semestriale și anuale.

Sursa: prelucrare după Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*; pp. 15-16.

Aplicarea observațiilor și recomandărilor rapoartelor s-a lovit de numeroase obstacole, determinate de rezistența la schimbare și conservatorism. Treptat, sub presiunea proiectelor de reformă, s-a constatat o schimbare de atitudine atât la acționari, cât și la patronate. Astfel, începând cu anul 1999, companiile cotate au acceptat să elaboreze rapoarte privind guvernanța corporatistă, în care au precizat salariile managerilor și au arătat că au introdus administratori independenți. Problema de fond rămâne opoziția interesul social – interesul acționarilor, în sensul că doctrina franceză este atașată ideii că este important interesul social, pe care managerii sunt singurii capabili să îl îndeplinească, fiind îndreptățiți să intre în conflict cu acționarii. În virtutea acestui deziderat, s-au comis numeroase abuzuri, în numele binelui „social", prin încălcarea legii sau prin găsirea de „portițe" legale de scăpare.

Prin urmare, Ministerul Justiției și-a unit eforturile cu Ministerul Economiei și Finanțelor, angajându-se într-un proces de modernizare a dreptului societăților și impunând anumite a cerințe care, în rapoartele anterioare, erau prevăzute doar ca simple recomandări. Cadrul de reglementare a cunoscut două momente importante, respectiv anii 2001 și 2003.

Legea adoptată la data de 15 mai 2001 a afectat profund sistemul de guvernanță al companiilor franceze, deoarece a introdus obligativitatea legală a publicării salariilor managerilor atât la societățile cotate, cât și la cele necotate. Pentru a-și atinge obiectivele, legea a mai prevăzut: asigurarea unui echilibru mai bun al puterilor între organele de decizie, evitarea, pe cât posibil, a calității de membru în mai multe consilii de administrație, respectarea drepturilor acționarilor minoritari, transparență și utilizarea noilor tehnologii în companie.

Sub raportul implicațiilor financiare, este relevantă legea securității financiare adoptată în anul 2003, care a prevăzut, în sinteză, respectarea bunelor practici atât de către companii, cât și de piețele financiare, în spècial de piețele de capital, pentru a asigura încrederea investitorilor. În cazul companiilor, se interzice inițierea ofertelor publice de cumpărare fără acordul acționarilor, iar operațiunile de control trebuie efectuate în mod corect, reflectând situația reală a patrimoniului. Această lege a fost adoptată pe fundalul scandalurilor financiare din SUA, care s-au soldat cu falimentele Enron, Worldcom, Tyco etc. În paralel, ministrul Economiei și Finanțelor a încredințat unei comisii misiunea de a evalua practicile guvernanței corporatiste și la companiile unde statul este acționar.

O analiză efectuată pe un eşantion de 37 de companii[1] franceze listate (a se vedea Tabelul nr. 9), a arătat că 20 dintre ele aplică prevederile rapoartelor de guvernanţă financiară corporatistă.

Tabelul nr. 9. Aplicarea principiilor guvernanţei financiare corporative pe un eşantion reprezentativ

1. Accor	11. Danone
2 .AGF	12. Dexia
3. Alcatel	13. EADS
4. AXA	14. France Telecom
5. BNP Paribas	15. L'Oreal
6. Cap Gemini	16. Lafarge
7. Carrefour	17. Orange
8. Casino	18. Peugeot
9. Renault	19. Société Générale
10. Thomson	20. Vivendi

În urma analizei efectuate, s-a constat că structura dualã este cel mai des folosită şi se întâlnesc următoarele situaţii:

- companiile Accor, AGF, Casino, Credit Lyonnais practică o separare a funcţiilor de Preşedinte şi Director General;
- companiile EADS, AXA, Aventis, Peugeot au adoptat modelul Consiliului de Supraveghere şi Directorat (modelul german), în timp ce la Accor, Michelin, Casino, Cap Gemini este întâlnit un acţionariat de familie;
- companiile Lagardere şi Michelin sunt societăţi în comandită pe acţiuni.

În privinţa transferului de putere, s-au evidenţiat două situaţii:

- separare democratică, în cazul companiilor Accor, AXA, Air Liquide, între Preşedintele de Consiliu, respectiv Preşedintele de Comitet Executiv;
- lupta pentru monopol de putere între J. Moned şi G. Mestrallet (Suez);
- constituirea unui nou grup cu participarea a patru companii: Aventis, EADS, Dexia, Vivandi (Industrial, Environnment).

[1] Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, pp. 32-33.

Informațiile privind modul de remunerare a conducătorilor se respectă în proporție de 90% (din anul 2002), precum și obligația legală de a face publice remunerarea și situația contului de rezultate. Este cunoscut modul de remunerare al managerilor (părți fixe, părți variabile, *stock-options*). Prezența administratorilor independenți se constată în proporție de 29%. În ansamblu, companiile au răspuns inițiativei guvernului privind transparența politicilor de remunerare a conducătorilor francezi, raportul Viénot I aplicându-se în proporție de 100%, raportul Viénot II – 60%. Raportul apreciază inițiativa companiei Orange de a achiziționa acțiuni pentru a permite integrarea de noi filiale.

2.2. *Principiile guvernanței corporative în viziunea OECD*

Principiile OECD ale guvernanței corporative au fost adoptate în anul 1999, cu acordul țărilor membre, și s-au impus ca un element de referință la scară internațională pentru responsabilii acțiunilor guvernamentale, investitori și companii. Ele au constituit sursă de inspirație pentru inițiativele legislative și reglementările adoptate atât de țările membre, cât și de cele nemembre. Având la bază o documentare efectuată încă din anul 1996 de către Hawley și Williams, principiile au fost considerate premise ale cooperării între state și norme fundamentale menite să asigure soliditatea sistemelor financiare. În egală măsură, reprezintă baza de referință în rapoartele întocmite în domeniul guvernanței corporatiste de către Banca Mondială și Fondul Monetar Internațional.

Responsabilii guvernamentali trebuie să înțeleagă faptul că regulile guvernanței corporatiste contribuie la stabilitatea piețelor de capital, dinamismul investitorilor și creșterea economică, precum și la sporirea competitivității întreprinderii. Principiile au devenit un cadru de definire a normelor și a bunelor practici în mediul de afaceri, asigurând integritatea și transparența piețelor financiare.

În viziunea OECD, principiile guvernanței corporative au fost enunțate într-o manieră generală, lăsând inițiativa fiecărei țări să le aplice în funcție de sistemul său legislativ. Pe de altă parte, dispozițiile legislative care influențează practicile guvernanței corporatiste dintr-o anumită țară trebuie să fie compatibile cu statul de drept și, mai ales, posibile de aplicat. De asemenea,

diferitele instanţe însărcinate cu atribuţii în materie de supraveghere, reglementare şi aplicare a dispoziţiilor legale trebuie să dispună de putere, integritate şi de resurse care să le permită îndeplinirea misiunii cu profesionalism şi obiectivitate. Aceste principii sunt următoarele[1]:

1. Drepturile acţionarilor şi principalele funcţii ale deţinătorilor de capital;
2. Tratamentul echitabil al acţionarilor;
3. Rolul *stakeholders* în guvernanţa corporatistă;
4. Transparenţa şi difuzarea informaţiilor;
5. Responsabilitatea Consiliului de Administraţie.

În anul 2002, Consiliul OECD s-a reunit pentru a analiza progresele înregistrate în domeniul implementării principiilor guvernanţei corporatiste. La reuniune au participat reprezentanţi ai Băncii Mondiale, Băncii Reglementelor Internaţionale şi Fondului Monetar Internaţional. După doi ani de dezbateri, cu implicarea a peste 70 de organisme naţionale şi internaţionale, între care Corporate Governance Network, Standard and Poors, Federaţia Internaţională a Contabililor, Institutul Internaţional al Auditorilor Interni, în mai 2004 a fost dată publicităţii o variantă îmbunătăţită, revizuită a acestor principii. Totodată, între cele două forme sunt nuanţări în exprimare, în sensul că dacă în anul 1999 se folosea sintagma „**reguli** ale guvernanţei corporatiste", în varianta din anul 2004 se utilizează expresia „**regim** al guvernanţei corporatiste". De asemenea, în varianta din 2004 se remarcă tonul imperativ al formulărilor, în care „trebuie" înlocuieşte pe „ar trebui". Actuala versiune sporeşte valoarea principiilor, considerându-le un element standard al asigurării stabilităţii financiare internaţionale.

Astfel, **primul principiu**[2] porneşte de la premisa că un regim de guvernanţă corporatistă trebuie să protejeze drepturile acţionarilor şi să le faciliteze exercitarea acestora, evitând abuzurile. Acţionarii au dreptul de:

- a beneficia de metode simple de a-şi înregistra titlurile proprii;
- a putea ceda sau transfera acţiunile;
- a obţine la momentul oportun şi în mod regulat informaţii pertinente şi semnificative despre societate;
- a participa la Adunările Generale ale Acţionarilor şi a vota în cadrul acestora;
- a alege şi revoca administratorii;
- a se asocia în vederea împărţirii câştigurilor societăţii comerciale.

[1] www.ecgi.org/codes/documents/principles_fr.pdf.

[2] www.oecd.org/daf/corporateaffairs/principles/text.

De asemenea, acționarii trebuie să aibă dreptul de a avea informații suficiente și de a se implica în **procesul decizional** în aspecte fundamentale ale societății cum sunt: modificarea statutului societății, autorizarea emisiunii de noi acțiuni, operațiuni vizând transferul parțial/total al activelor. Acționarii au dreptul de a adresa întrebări membrilor Consiliului de Administrație, inclusiv cu privire la situațiile financiar-contabile, precum și de a numi/alege administratorii. Acționarii pot să își exercite dreptul de vot atât personal, cât și în absență, dar voturile exprimate au aceeași valoare. Procedurile privind achiziția pachetelor de control, precum și cele legate de operațiuni de fuziuni și cedarea de active trebuie clar definite și aduse la cunoștința acționarilor. Este necesar ca tranzacțiile să fie efectuate la prețuri transparente, în condiții echitabile, care protejează drepturile tuturor acționarilor, în funcție de categoria căreia îi aparțin.

Al doilea principiu susține necesitatea asigurării de tratament echitabil a tuturor acționarilor, inclusiv a acționarilor minoritari sau străini. În aplicarea principiului se are în vedere respectarea următoarelor reguli:

1. Toți acționarii care dețin acțiuni de un anumit tip beneficiază de egalitate de tratament în cadrul aceleiași clase de acțiuni. Acționarii trebuie informați la timp cu privire la drepturile atașate fiecărei clase de acțiuni, iar dreptul de vot se va exercita în funcție de puterea conferită de acțiunile deținute, fiind necesare proceduri clare care să interzică implicarea acționarilor inutili sau oneroși. Acționarii minoritari trebuie protejați împotriva abuzurilor comise în mod direct sau indirect de către acționarii de control, dispunând de căi de recurs eficace;

2. Operațiunile care generează un comportament abuziv din partea unor acționari contra altor acționari trebuie să fie interzise;

3. Administratorii și principalii conducători trebuie informați la timp de către consiliul de administrație cu privire la efectele pe care operațiunile unui terț le exercită în mod direct sau indirect asupra societății.

Al treilea principiu are în vedere recunoașterea drepturilor care revin categoriilor de *stakeholders* (părți interesate), adică acelor agenți economici care acționează în relație cu firma sau au un interes în companie. Aceste drepturi trebuie încurajate și reglementate prin acorduri mutuale, astfel încât toți agenții economici aflați în postură de *stakeholders* să participe activ la crearea avuției companiei și să asigure o bună stare de sănătate financiară a acesteia în timp. În măsura în care interesele celor implicați

sunt protejate prin lege, iar în practică le-au fost afectate, atunci au dreptul să ceară în instanţă despăgubiri materiale şi morale.

Categoriile de *stakeholders* au dreptul să fie informaţi într-o manieră pertinentă şi la momentul oportun cu privire la activitatea şi rezultatele întreprinderii. Un rol important îl au **salariaţii**, în calitate de părţi interesate, care de regulă sunt acţionari în propria companie, iar riscul plasamentului lor este mai mare decât al altor acţionari, care au portofolii diversificate. În asemenea condiţii, salariaţii au dreptul să îşi exprime dezacordul în faţa membrilor Consiliului de Administraţie faţă de eventuale practici ilegale sau contrare eticii, iar un asemenea demers nu le compromite exercitarea propriilor drepturi, ci dimpotrivă, le justifică. De asemenea, regimul guvernanţei corporatiste trebuie să dispună de mecanisme eficiente de prevenire şi combatere a falimentului, pentru a nu prejudicia interesele creanţierilor, în calitate de părţi interesate, fie că este vorba de creditori, furnizori sau clienţi pentru care s-au încasat avansuri în vederea livrării de produse, lucrări sau prestării de servicii.

Al patrulea principiu militează pentru difuzarea, la momentul oportun, de informaţii exacte asupra subiectelor de interes major privind întreprinderea, cum sunt situaţia financiară, rezultatele obţinute, acţionariatul şi calitatea guvernanţei corporatiste. Informaţiile difuzate se pot referi la:

- valoarea rezultatul financiar şi a rezultatului exploatării (rezultat operaţional – EBIT);
- obiectivele întreprinderii, principalele participaţii de capital şi drepturile de vot aferente;
- politica de remunerare a managerilor, administratorilor, precum şi cunoaşterea procedurii de selecţie a administratorilor, competenţele acestora, experienţa anterioară în alte consilii de administraţie;
- tranzacţiile efectuate cu alte părţi interesate şi factorii de risc previzibili;
- chestiuni de interes comun pentru categoriile de *stakeholders*;
- conţinutul strategiei de guvernanţă a corporaţiei şi modalităţile de implementare a acesteia.

Difuzarea informaţiilor trebuie să se efectueze în conformitate cu standardele de calitate recunoscute la nivel internaţional în materie de contabilitate şi de comunicare financiară şi non-financiară. Verificarea conturilor

corporației trebuie să se realizeze în fiecare an de către un auditor independent, competent și calificat. El are sarcina de a acorda membrilor Consiliului de Administrație și acționarilor, un **aviz** extern și obiectiv care atestă faptul că documentele financiar-contabile întocmite reflectă în mod fidel toate aspectele importante ale situației financiare și rezultatelor societății.

Auditorii externi poartă răspunderea în fața acționarilor și au obligația de a realiza procedura de control al conturilor într-o manieră profesionistă, conform așteptărilor întregii corporații. Modul de difuzare al informațiilor trebuie să permită un acces rapid utilizatorilor, în condiții echitabile, la momentul oportun și la cel mai bun raport dintre calitatea informației și cost. De asemenea, este necesară adoptarea de către întreprindere a unei strategii eficace care să încurajeze colaborarea cu analiști financiari independenți, astfel încât fundamentarea deciziei de investiții să se realizeze într-o manieră optimă, evitând conflictele de interes și să nu compromită sinceritatea observațiilor consultanților în fața membrilor Consiliului de Administrație.

În fine, **ultimul principiu** este focalizat pe necesitatea asigurării loialității membrilor Consiliului de Administrație atât față de acționari, cât și față de societate, în ansamblul său. Consiliul de Administrație trebuie să asigure pilotajul strategic al întreprinderii, precum și supravegherea efectivă a gestiunii financiare. Membrii Consiliului de Administrație au obligația de a acționa în cunoștință de cauză, cu bună credință și cu grijă, în interesul societății și al acționarilor. În cazul în care deciziile administratorilor pot afecta într-o manieră diferită interesele acționarilor, Consiliul va veghea astfel încât să se realizeze un tratament echitabil al tuturor acționarilor, aplicând norme etice. Rolul Consiliului de Administrație rezidă în funcțiile pe care acesta le îndeplinește, între care se pot menționa:

1. elaborarea, revizuirea și coordonarea: strategiei întreprinderii, planurilor principale de acțiune, politicii de gestiune a riscului, bugetului anual;
2. definirea obiectivelor, monitorizarea implementării lor, analiza și controlul rezultatelor;
3. recrutarea managerilor principali, stabilirea remunerației acestora, supravegherea activității lor, precum și elaborarea și aplicarea unor măsuri de sancționare și/sau de înlocuire a acestora, conform prevederilor din contractul de management;

4. armonizarea politicii de remunerare a principalilor directori şi administratori cu interesele pe termen lung ale societăţii şi acţionarilor;
5. elaborarea şi aplicarea unei proceduri de numire şi de alegere a administratorilor, într-o manieră clară şi transparentă;
6. supravegherea practicilor guvernanţei corporatiste aplicate de întreprindere şi efectuarea schimbărilor care se impun;
7. supravegherea şi medierea eventualelor conflicte de interes dintre manageri, administratori şi acţionari
8. prevenirea abuzurilor comise în cadrul tranzacţiilor iniţiate de grupurile de interes;
9. asigurarea integrităţii sistemelor de contabilitate şi de comunicare financiară a societăţii, a gradului de dotare cu sisteme de gestiune a riscurilor şi de control financiar, precum şi a respectării aplicării normelor de drept.

Pentru îndeplinirea funcţiilor sale, Consiliul de Administraţie poate crea comitete speciale, cu precizarea exactă a mandatului, structurii şi modului de lucru. De asemenea, membrii Consiliului trebuie să aibă acces la informaţii exacte, pertinente şi disponibile la momentul oportun, pentru a mări responsabilitatea acestora, în îndeplinirea sarcinilor asumate.

2.3. Analiza doctrinei nord-americane din perspectiva protecţiei investitorilor

Anii `90 ai secolului trecut s-au caracterizat, aşa după cum aprecia Joseph Stiglitz, printr-o „exuberanţă bursieră", explozia remunerării conducătorilor, mai ales sub formă de *stock-options*, făcând să se itereze ideea că nu există nicio ameninţare pentru buna funcţionare a pieţelor de capital şi nimic nu poate opri valul noilor instrumente financiare şi tehnici contabile. În contextul simplificării procedurilor, de dorit de altfel, tentaţia utilizării acestor noi tehnici era foarte mare pentru că permitea îmbunătăţirea rezultatelor societăţilor comerciale şi, implicit, sporirea cursului de piaţă al acţiunilor. Pe acest fundal s-a produs o relaxare periculoasă a principiilor etice ale clasei manageriale, tentaţia interesului personal punând într-un con de

umbră, responsabilitatea socială a corporației. Procesul de fundamentare a deciziilor financiare a cunoscut schimbări importante, deoarece nu a mai ținut cont de impactul asupra categoriilor de *stakeholders*, mediului, consumatorilor, așa cum spune o deviză mai veche – „People. Planet. Profit", ci mai degrabă „Only Profit".

Reîntoarcerea la responsabilitatea socială, orientarea spre controlul intern, îmbunătățirea calității și transparenței raportărilor financiare au apărut în momentul în care anii 2000 au debutat cu falimente grave în rândul unor corporații respectabile, distrugând încrederea investitorilor. Astfel, Congresul American, în calitate de putere legislativă, a luat atitudine față de scandalurile financiar-contabile ale companiilor Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems, WorldCom, care au costat investitorii miliarde de dolari, atunci când cursurile acțiunilor s-au prăbușit și au distrus încrederea în piețele de capital americane.

Preocuparea politicienilor americani s-a materializat în adoptarea **legii federale Sarbanes-Oxley**, la 30 iulie 2002, cunoscută ca „Reforma Contabilității Companiilor Publice și Legea Protecției Investitorilor". Legea poartă numele inițiatorilor săi, senatorul Paul Sarbanes, respectiv deputatul Michael G. Oxley și a beneficiat de o susținere politică impresionantă, având în vedere că în Camera Reprezentanților a fost votată cu 334 voturi „pentru" și 90 „împotrivă", în timp ce senatorii au votat în unanimitate cu 99 voturi „pentru" (niciun vot împotrivă).

Obiectivul[1] principal al acestei legi a constat în restaurarea încrederii investitorilor în piețele americane de capital, prin:

- sporirea fiabilității informațiilor comunicate de către întreprinderi investitorilor, în baza unui calendar precis;
- reglementarea clară a muncii și a responsabilității auditorilor, consilierilor juridici și agențiilor de rating;
- creșterea gradului de exigență a regulilor guvernanței corporatiste;
- înăsprirea amendamentelor și a măsurilor de aplicat în materie de contravenție.

Ambiția acestei legi a fost aceea de a acoperi, din punct de vedere al reglementării, ansamblul acțiunilor întreprinse de companii pe teritoriul ameri-

[1] Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 28.

can, fie că sunt indigene sau nu, ceea ce poate crea conflicte de competență în materie de drept privat cu alte state. Ea se aplică și celor 1.300 de companii străine care desfășoară activități pe teritoriul SUA.

Principalele dispoziții ale legii se referă la următoarele domenii:

- Președintele (*Chairman* și/sau CEO) trebuie să certifice sub jurământ conturile societății. Formalismul acestei certificări îi acordă o mare forță juridică în dreptul american și expune conducătorul unor consecințe dureroase în caz de neconformitate a valorilor certificate (declarate) cu valorile reale;
- companiile nu mai au dreptul de a se împrumuta de la conducătorii lor;
- în caz de modificare ulterioară a rezultatelor anunțate inițial de către conducători, se va reajusta „în scădere" (*à la baisse*) cota de participare a conducătorilor la rezultate (la profit);
- în caz de suspiciune de fraudă a conducătorilor, Comisia de Valori Mobiliare va putea să îi revoce din funcție fără obținerea prealabilă a acordului Adunării Generale a Acționarilor;
- comitetul de audit va trebui să fie format în proporție de 100% din administratori independenți și va îndeplini misiuni extinse (lărgite);
- salariaților li se vor proteja drepturile, în special cele care privesc gestiunea economiilor și a contribuțiilor la fondurile de pensii.

Această lege se află în contradicție cu unele reglementări din dreptul european, în special cu cel francez. Potrivit dreptului francez, apar unele dispoziții contrare, între care se pot menționa:

- legea americană atribuie responsabilitatea numirii comisarilor de conturi în sarcina comitetului de auditor; în Franța, această putere este rezervată AGA, care ia decizia la propunerea Consiliului de Administrație;
- legea americană întărește protecția salariaților delatori, care în urma denunțurilor făcute contribuie la declanșarea unei anchete conduse de către autoritățile americane;
- directorul general și directorul financiar ai unei corporații care își rectifică situațiile financiare pot fi, în anumite cazuri, obligați să restituie primele, avantajele, precum și alte remunerații primite, în reglementarea franceză fiind interzise asemenea practici;

- societățile de experți contabili și de comisari de conturi trebuie să furnizeze informații și documente cu privire la activitatea corporației atât la Comisia de Valori Mobiliare, cât și altor autorități de control, fapt care contravine secretului profesional.

Prevederile extrem de dure ale legii Sarbanes-Oxley s-au aplicat în cazul scandalurilor Enron și WorldCom. Autoritățile americane au acuzat un fost conducător al Enron, David Delaney, de a fi participat la fraudele contabile care au condus la falimentul companiei, condamnându-l la plata unei amenzi de 3,74 milioane dolari și la confiscarea sumelor câștigate ilegal. Comisia americană pentru Valori Mobiliare a informat printr-un comunicat că D. Delaney, fost director executiv al Enron America de Nord și al filialei servicii energetice, a acceptat să pledeze ca vinovat. Conform justiției, cele 4,62 milioane dolari pe care i-a câștigat în mod ilegal i-au fost confiscate și i s-a interzis să mai lucreze într-o societate publică. Delaney este acuzat de fraude interne și de a se fi implicat în procesul de manipulare a rezultatelor financiare ale companiei. Fostul vice-președinte executiv al companiei, Mark Koenig, s-a declarat vinovat de cooperare la fraudă, un delict care se pedepsește cu 10 ani de închisoare. El se ocupa de relațiile cu investitorii și autoritățile federale, de aceea a fost acuzat că a înșelat investitorii în ceea ce privește situația financiară a companiei. De asemenea, a fost obligat la plata unei amenzi de 1,49 milioane dolari.

În cazul companiei WorldCom, fostul director financiar, Scott Sullivan, a fost condamnat la 5 ani de închisoare pentru rolul avut în gestionarea fraudei de 11 miliarde dolari care a generat falimentul companiei de telecomunicații. Sullivan a fost de acord să pledeze vinovat la acuzația de fraudă, conspirație și eliberarea de documente financiare false, colaborând cu procurorii, care apoi au trimis o scrisoare judecătorului Barbara Jones, recomandând o sentință redusă. Cooperarea lui Sullivan s-a manifestat și prin întoarcerea împotriva fostului său șef de la WorldCom, Bernard Ebbers, care a fost condamnat la 25 de ani de închisoare pentru fraudă, care la vârsta sa înaintată echivalează practic cu închisoarea pe viață.

Scandalul WorldCom s-a constituit și ca bază de reflecție pentru îmbunătățirea reglementării în materie de guvernanță corporatistă. Astfel, în anul 2003, a fost dat publicității **Raportul Breeden**. Documentul se bazează pe experiența lui Richard Breeden atât ca președinte al Comisiei de Valori Mobiliare a SUA, cât și ca administrator numit de judecătorul sindic pentru supravegherea falimentului companiei WorldCom. Raportul

elaborat de Breeden are 149 de pagini, în care face 78 de recomandări, între care se pot menționa următoarele:

- interdicția cumulului funcției de Președinte al Consiliului de Administrație cu cea de Director General;
- mai buna remunerare a administratorilor, cu obligația de a investi 25% din venitul net pe piața bursieră, cumpărând acțiuni la societatea administrată; de exemplu, la fosta companie WorldCom, salariul net al unui administrator era doar de 35.000 dolari/an, considerat nemotivant pentru o implicare mai responsabilă în viața societății;
- interdicția administratorilor de a fi membri în Consiliul de Administrație la mai mult de două societăți cotate;
- obligația membrilor Consiliului de Administrație de a participa anual la stagii de formare specială, pentru a înțelege mai bine mediul întreprinderii și sectorul în care evoluează;
- plafonarea salariilor conducătorilor, date fiind sumele mari care le revin în acest sens; raportat la WorldCom, salariile nete anuale ale conducătorilor erau de 5 milioane dolari, în timp ce al patronului era de 10 milioane dolari anual;
- convergența intereselor acționarilor cu cele ale managerilor.

Experiența americană a facilitat legătura dintre dezvăluirea informațiilor referitoare la guvernanță, managementul riscurilor și controlul intern, dar nu a putut preveni criza financiară din anul 2007, care s-a manifestat printr-o lipsă acută de lichidități, falimente în lanț și distrugerea încrederii investitorilor.

BCU IASI CENTRU UNIVERSITAR

3. INFLUENȚA CULTURII ASUPRA SISTEMELOR ŞI MODELELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATISTĂ

3.1. Sisteme de guvernanță corporatistă şi rolul lor cognitiv

Guvernanța corporatistă reprezintă un domeniu de cercetare care, în ultimii ani, s-a îmbogățit considerabil cu noi abordări. În anul 2006, Institutul Francez al Administratorilor a creat un nou centru de cercetare, iar în prima sa reuniune a dezbătut aportul cercetării la dezvoltarea guvernanței corporatiste şi rolul cognitiv al sistemelor de guvernanță. Abordarea guvernanței corporatiste din perspectivă sistemică marchează un proces evolutiv, deoarece „un sistem este un ansamblu de elemente identificabile, interdependente, adică legate între ele prin relații, astfel încât dacă una dintre ele este modificată celelalte sunt şi ele modificate şi, în consecință, întreg ansamblul sistemului este modificat, transformat"[1].

Demersul sistemic este considerat ca o teorie, în adevăratul sens al cuvântului, adică dotat cu un conținut explicativ puternic. Prin plasticitatea şi generalitatea sa, demersul sistemic manifestă posibilități de adaptare şi capacități de integrare a elementelor teoretice de diverse origini. Invers, datorită gradului său de generalitate, el îşi poate pierde o parte din funcția sa explicativă şi poate deveni un eşafodaj al categoriilor suprapuse şi distribuite. De aici rezultă tentația de a considera domeniul sistemic[2] drept

[1] Lugan, J.C. (1993) – *La systématique sociale*, PUF, Paris, p. 36.

[2] Matei, Ani (2003) – *Analiza sistemelor administrației publice*, Ed. Economică, București, p. 16.

euristic, o atitudine intelectuală, utilă pentru organizaţii publice sau private şi pentru a construi un cadru intelectual ce permite cercetătorului să aranjeze şi să ordoneze observaţiile, încercând să introducă în acest model, diverse modalităţi de interpretare şi de explicare.

În context, guvernanţa corporatistă este **sistemul** prin care afacerile unei corporaţii sunt conduse şi controlate. În viziune sistemică, guvernanţa corporativă dobândeşte o structură[1] specifică cu un important rol cognitiv, deoarece:

- specifică modul de distribuţie a drepturilor şi a responsabilităţilor între diverse grupuri de *stakeholders*;
- fixează regulile şi procedurile pe baza cărora se adoptă deciziile privind afacerile corporaţiei;
- furnizează mecanismele prin intermediul cărora întreprinderea îşi stabileşte obiectivele, mijloacele de realizare a acestora şi monitorizează performanţa obţinută.

Existenţa unui sistem al guvernanţei corporatiste asigură gradul de încredere necesar funcţionării normale a economiei de piaţă şi prevede în mod clar drepturile acţionarilor, organele de gestiune şi control, precum stimulentele de care vor beneficia administratorii şi managerii, în vederea realizării obiectivelor stabilite în plan organizaţional. De asemenea, în cadrul sistemului se prevăd mecanisme şi proceduri în baza cărora se adoptă deciziile de creare şi repartizare a valorii.

Un sistem de guvernanţă corporatistă este influenţat de: diferenţe naţionale, regionale şi culturale; structura proprietăţii şi gradul de dispersie al acesteia; mediul industrial şi concurenţial în care evoluează întreprinderea; mărimea şi structura firmei; variaţia ciclului de viaţă al produselor, inclusiv a ciclului economic (origine, evoluţie, crize periodice, noi tendinţe).

Evoluţia guvernanţei corporatiste şi a implementării acesteia în diferite întreprinderi la nivel statal sau regional a condus la identificarea a **două sisteme** de guvernanţă, astfel:

- **sistemul *outsider*** (al celor din afară), în care domină persoane independente şi acţionari individuali, străini, care nu sunt legaţi de corporaţie prin interese de afaceri;

[1] Charreaux, G.; Wirtz, P. (2006) – *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*, Edition Economica, Paris, p. 2.

- **sistemul *insider*** (al celor din interior), caracterizat de prezenţa acţionarilor care activează în interiorul corporaţiei şi se află în relaţii directe de afaceri cu aceasta.

În cadrul primului sistem de guvernanţă, capitalul social este dispersat la o multitudine de acţionari străini care se interesează preponderent de dividende. Aceştia au un comportament uşor „agresiv", în sensul accelerării implementării de politici eficiente, fiind de acord cu reorganizarea rapidă a subdiviziunilor neprofitabile şi cu finanţarea de activităţi noi, chiar cu preţul concedierilor masive, în dorinţa reducerii costurilor. Avantajul sistemului *outsider* constă în asigurarea unei mai mari flexibilităţi în materie de investiţii, în sensul transferării acestora din domenii aflate în stagnare în cele eficace care promit. Al doilea sistem de guvernanţă se caracterizează prin existenţa unei proprietăţi concentrate în interior, cu acţionari caracterizaţi de o atitudine prudentă în afaceri şi care sunt interesaţi în principal de aplicarea strategiilor de dezvoltare a corporaţiei pe termen lung, trecând în plan secund maximizarea profitului. Acţionarii de tip *insider* nu agreează soluţiile de redresare a activităţii cu preţul pierderii locurilor de muncă al angajaţilor, care se află în postura de investitori chiar la întreprinderea în care lucrează. O analiză comparativă a trăsăturilor celor două sisteme de guvernanţă este prezentată în Tabelul nr. 10.

Tabelul nr. 10. Caracteristici ale sistemelor de guvernanţă corporatistă

Caracteristici	Sistemul *outsider* (SUA, Marea Britanie)	Sistemul *insider* (Europa, Asia-Pacific)
Proprietate	Dispersată	Concentrată
Control	- separarea proprietăţii şi a controlului; - stimulare redusă pentru investitorii din afară (*outsiders*) de a se implica în controlul corporaţiei.	- asocierea proprietăţii şi a controlului; - control exercitat prin părţi interesate (bănci, firme înrudite, salariaţi).
Finanţare	- îndatorare redusă; - pondere redusă a datoriilor în capitalul propriu; - apel la instrumente diversificate şi sofisticate de pe piaţa financiară.	- îndatorare ridicată; - pondere ridicată a datoriilor în capitalul propriu; - apel redus la instrumentele pieţei financiare.

Caracteristici	Sistemul *outsider* (SUA, Marea Britanie)	Sistemul *insider* (Europa, Asia-Pacific)
Creștere	Fuziuni și achiziții	Creștere organică
Preluări	Preluări ostile costisitoare și antagonice	Lipsa preluărilor ostile
Orientare	Termen scurt	Termen lung
Misiunea managementului	- către interesul acționarilor; - active performante în vederea sporirii valorii acționarilor.	- către interesul grupurilor de *stakeholders*; - administrarea afacerilor la nivel corporativ în vederea creșterii valorii adăugate pentru *stakeholders*.
Strategia afacerii	- angajare redusă a investitorilor pe termen lung; - elaborarea unei strategii competitive, focalizată pe profit și piață.	- implicare activă, pe termen lung, a *stakeholders*; - elaborarea unor strategii de producție și operații focalizată pe calitatea și volumul vânzărilor.
Stakeholders	Interes focalizat pe acționari	Interes focalizat pe grupurile de *stakeholders*
Slăbiciuni	- preluările pot crea situații de monopol; - managerii pot deveni interesați doar de propria bunăstare.	- sistemul poate genera conflicte; - este necesară restructurarea obligațiilor de natură socială pentru a nu spori excesiv costurile.

Sursa: Clark, T. (2007) – *International Corporate Governance. A Comparative Approach*, Routledge Taylor & Francis Group, New York, p. 10.

Fiecare din cele două sisteme de guvernanță are costurile și beneficiile sale, deși finanțiștii anglo-americani proclamă superioritatea reglementărilor instituționale în țările respective. Este clar însă că o unificare a celor două sisteme este practic imposibilă, deoarece evoluția statelor moderne se caracterizează printr-o mare diversitate, în care se întâlnesc, deopotrivă, atât state unitare, cât și state federale, republici și monarhii, cu structuri politico-administrative extrem de complexe și variate și care influențează universul corporațiilor. În concluzie, scopul sistemului de guvernanță corporatistă este acela de a asigura încrederea investitorilor, astfel încât deciziile financiare adoptate să respecte principiile eficacității, responsabilității, transparenței, eticii și echității.

3.2. *Implicații financiare în cultura modelelor de guvernanță corporatistă*

Interesul tot mai mare legat de problematica modelării guvernanței corporative nu este un efect al modei de a fi în tendințe, nici un rezultat al hazardului; el se datorează evoluției capitalismului occidental, în cadrul căruia piața și acționarii s-au localizat progresiv în centrul mecanismelor de finanțare a economiei, fiind principalii aportori de capitaluri. În fața acestei evoluții de fond, atitudinea directorilor generali de companii a devenit, din start, mult mai defensivă, timorată, chiar de adeziune la sistemul de gândire al furnizorilor de resurse financiare.

Scandalurile Enron și WorldCom au consacrat într-o anumită măsură viziunea juridico-financiară asupra guvernanței corporative și rolului acționarilor. Această viziune s-a născut pe fundalul emergenței proprietății pasive în cadrul marilor corporații americane, la începutul secolului XX, consecință a separării funcției de proprietate de cea de conducere. Procesul s-a tradus printr-o dispersare a proprietății de drept între mai mulți aportori de capitaluri și a generat ideea conform căreia rolul acționarilor se limitează doar la a furniza capitaluri financiare și a-și asuma riscurile legate de acest aport. În egală măsură, această perspectivă a alimentat abordarea financiară a guvernanței corporative, potrivit căreia principala problemă este de a proteja interesele tuturor aportorilor de capital, inclusiv a celor mici, incitându-i pe manageri să stabilească drept obiectiv maximizarea valorii acționarilor. Prin urmare, eforturile de a elabora modele de guvernanță corporativă sunt focalizate pe activarea unui ansamblu de mecanisme la care acționarii recurg pentru a influența deciziile managerilor și, implicit, pentru a limita puterile acestora.

Recent, la nivel internațional, s-a lansat ca temă de dezbatere prevalarea interesului acționarilor majoritari în detrimentul celor minoritari; tocmai acordarea unei atenții egale tuturor acționarilor ar fi cauza crizei financiare actuale, trecând într-un plan secund acționarii dominanți, deoarece acționarii minoritari ar fi fost animați doar de intenții speculative. Însăși ideea de parteneriat, bazată pe participarea mai multor deținători la capitalul social al unei companii, trebuie revizuită. Un parteneriat de tip Renault-Nissan, de exemplu, care se traduce printr-o participație de capital pentru Renault de 44,4% la Nissan, iar pentru Nissan de 13,5% la Renault, nu se limitează doar la accepțiuni financiare în exclusivitate. Prezența

companiei Renault la capitalul companiei Nissan şi invers presupune, în egală măsură, contribuţie cognitivă, în termeni de viziune, competenţe care depăşesc sensibil rolul financiar exclusiv al acţionarilor.

Aşadar, perspectiva exclusiv financiară a rolului acţionarilor este incompletă, din punct de vedere al vieţii unei companii; acţionarul nu este doar acel tip de *stakeholders* (cel mai important, de altfel), care trebuie să dea banii şi atât, fără a se implica în mod activ în afacerile companiei. Este nevoie de trecerea de la concepţia anilor '30, de proprietar pasiv, la cea de proprietar activ, care se implică activ în procesul decizional.

Aportul acţionariatului este eficient în măsura în care rolul financiar important pe care îl au în mod firesc este dublat de un rol cognitiv. Este de remarcat faptul că recunoaşterea rolului cognitiv al acţionarilor nu este neapărat nouă. Această dimensiune comportamentală s-a manifestat la cea mai mare parte a întreprinderilor al căror fondator-antreprenor exercita simultan atât o funcţie financiară, cât şi o funcţie cognitivă, în sensul aportului de viziune şi competenţe. Totuşi, separarea funcţiei de proprietate de cea de conducere, propusă de Berle şi Means, a redus rolul cognitiv al acţionarilor. Or, această situaţie este explicabilă doar în cazul în care există o separare deplină între proprietari şi manageri, iar acţionariatul este reprezentat, în exclusivitate, prin categorii de mici acţionari, care se limitează doar la operaţiuni speculative, prin cumpărarea de acţiuni, pe care să le vândă ulterior, sau să participe la majorări de capital.

Practica mai demonstrează că adesea acţionarii îşi conservă parţial anumite prerogative ale funcţiei antreprenoriale. Ei contribuie la identificarea perspectivelor investiţionale şi îşi pot demonstra competenţe de acest tip. Introducerea perspectivei cognitive asupra rolului acţionarilor conduce la modelări diferite ale structurilor de proprietate, care pot facilita justificarea diversităţii structurilor de proprietate observate în diferite economii naţionale.

Pentru ca guvernanţa corporativă să poată contribui la ameliorarea potenţialului de creare a valorii întreprinderii (fie că vorbim de valoare acţionarială sau partenerială), nu este suficient să existe preocupare pentru dimensiunea financiară sau cea juridică. Analiza modelelor de guvernanţă corporatistă trebuie să ia în considerare dimensiunea managerială şi cognitivă, care face din crearea de valoare un efect al aplicării unui ansamblu de competenţe, într-un context bazat pe disciplină şi responsabilitate.

3.3. *Diferențe culturale în analiza modelelor de guvernare corporativă*

Studiul structurilor de guvernare a întreprinderii în diferite țări permite identificarea unor caracteristici în țările anglo-saxone, ale Europei continentale și în cele asiatice. SUA și Marea Britanie se caracterizează printr-un acționariat extrem de vizibil și un număr mare de întreprinderi naționale cotate la bursă. Pieţele financiare cu un grad mare de lichiditate, în care drepturile de proprietate și de control sunt frecvent schimbate, precum și un număr mic de grupuri de societăți de control.

În țări ca Germania și Japonia, băncile importante, companiile de asigurare și statul ocupă o poziție predominantă în sistemul de guvernare. În plus, multe firme dispun de acționari de referință și de o legislație particulară, ceea ce are ca efect limitarea considerabilă a numărului de preluări ostile. Țările latine se aseamănă cu cele anglo-saxone prin puterea statului ca acționar și importanța redusă acordată salariaților în organele de decizie ale întreprinderii. Pe de altă parte, drepturile salariaților sunt recunoscute și apărate în Germania, Danemarca, Austria și Suedia. Un aspect particular se întâlnește în Italia, unde acționarii dețin participații de capital încrucișate.

În structura guvernanței corporative intervin mai multe subiecte de drept, denumirea uzuală fiind de constituenți interni: acționar, administrator, manager, salariat, furnizor, creditor, după caz. Acționarul este un mandant („principal"), iar administratorul este un mandatar („agent"). În funcție de aceste subiecte de drept, în sistemul de guvernare corporativă se întâlnesc trei modele principale:

- modelul tradițional (*Traditional Model*);
- modelul co-determinării (*Co-determination Model*);
- modelul riscului asumat (*Stakeholder Model*).

Modelul tradițional este specific sistemului nord-american și Marii Britanii, având la bază două tipuri de raporturi juridice: unul se stabilește între acționari și administratori, în baza unui contract de mandat, iar unul între administratori și manageri. Modelul se derulează pe trei niveluri ierarhice: acționari (1) – administratori (2) – manageri (3), autoritatea managerilor derivând din cea a administratorilor. Legislația americană prevede că drepturile acționarilor de a influența afacerile curente ale societății sunt limitate, în exclusivitate, la alegerea membrilor consiliului de administrație;

ei nu beneficiază de dreptul direct de a lua decizii cu privire la conducerea afacerilor societății (de exemplu, plata dividendelor). Totuși, acționarii pot în mod indirect să aducă managementul societății în situația de a-și schimba atitudinea și modul de a conduce. Astfel, acționarii pot decide să își lichideze participațiile în societate sau să stopeze finanțarea, prin refuzul participării la majorarea capitalului propriu. În absența suportului financiar al acționarilor, managerii vor trebui schimbați.

Așadar, modelul american este fondat pe rolul central atribuit pieței financiare, atât ca furnizor de capitaluri, cât și ca regulator al ansamblului economic. Interesul principal este acordat acționarilor, deciziile financiare fiind focalizate spre crearea de valoare și acordarea de dividende în acord cu așteptările acestora exprimate în mod direct sau prin reprezentanți. Acestui model i s-a raliat Marea Britanie (după perioada în care Margaret Thatcher a fost prim-ministru), identitatea culturală cu SUA fiind argumentată prin modul de organizare al economiei și sistemul de valori al societății caracterizat de: individualism și performanță individuală, sancțiuni sau recompense în funcție de rezultat, responsabilitatea decidenților de-a lungul exercitării mandatului, forța extrem de mare a contractului comercial care excede cadrului legal, de cele mai multe ori.

Modelul co-determinării este specific țărilor vest-europene, iar participanții sunt ierarhizați pe patru niveluri ierarhice: acționari (1) – administratori (2) – manageri (3) – salariați (4). În cadrul acestui model se întâlnesc două tipuri de raporturi juridice: unul se derulează între acționari cu administratorii și reprezentanții salariaților, iar altul are loc între administratori și manageri.

Acest model este reprezentativ pentru Germania, al cărei sistem economic se bazează pe co-determinare socială, în sensul că diversele categorii sociale depun eforturi pentru ridicarea bunăstării sociale, deci au dreptul să participe la procesul decizional. Comparativ cu modelul tradițional, modelul co-determinării introduce un sistem de management participativ, pornind de la premisa că riscul afacerii este mai mic pentru acționari decât pentru salariați, întrucât aceștia din urmă nu își pot diversifica portofoliul de investiții. Din acest motiv, prezența salariaților în procesul decizional are un caracter democratic, deoarece analizează obiectivele strategice ale companiei și formulează recomandări consiliului de administrație, pentru a reduce riscul.

De asemenea, acest model introduce responsabilitatea în afaceri; firmele mici au mai puţine obligaţii faţă de terţi decât acţionarii acestora, însă cele mai multe companii îşi exercită responsabilitatea onorându-şi obligaţiile către salariaţi, furnizori, clienţi, comunitate. Acest principiu implică şi responsabilitatea statului pentru proprietatea particulară.

Modelul riscului asumat este caracteristic ţărilor Asiei de Sud-Est (în special Japonia) şi este caracterizat tot de patru niveluri ierarhice şi două raporturi juridice. Deosebirea faţă de modelul anterior este că raporturile juridice sunt mai complexe; astfel, avem de-a face cu un raport între acţionari, reprezentanţi ai salariaţilor, clienţi, bănci, furnizori, pe de o parte şi administratori, pe de altă parte.

Acest model îşi găseşte motivaţia în faptul că orice persoană fizică sau juridică aflată într-un raport juridic cu o întreprindere are de suportat un anumit risc şi trebuie să se implice în procesul decizional pentru a-şi proteja interesele. Deşi acest model acordă importanţa cuvenită fiecărui tip de *stakeholder*, nu clarifică suficient întinderea drepturilor şi obligaţiilor fiecărui subiect de drept, pentru a păstra un echilibru între procesul decizional şi nivelurile în baza cărora se structurează.

Reconstrucţia postbelică a Germaniei şi Japoniei a avut ca element comun un model social specific, bazat pe asocierea capitaliştilor şi a salariaţilor în cadrul unui sistem de co-gestiune (cazul Germaniei), respectiv sistemul unităţii naţionale (cazul Japoniei). Pe acest fundal a fost posibilă consolidarea structurii de finanţare şi întărirea sistemului de protecţie a întreprinderilor, ca urmare a dobândirii de către salariaţi a calităţii de acţionar la compania unde îşi desfăşoară activitatea.

Cultura naţională puternică şi mixarea raporturilor de forţe între partenerii sociali au adus sistemelor de guvernanţă ale celor două ţări elemente de specificitate şi autonomie faţă de celelalte state.

Prin comparaţie cu modelul britanic, evoluţia standardelor guvernanţei corporatiste în Germania fost mai lentă, deoarece a necesitat o transformare profundă în plan reglementativ[1] şi cultural; în acest sens, se poate menţiona adoptarea în parlamentul federal german a codului de guvernanţă a întreprinderii propus de comisia prezidată de Gerhard Cromme. Transfor-

[1] Germania a adoptat la 1 mai 1998 legea KONTRAG (The Act on Control and Transparency of Enterprises) care prevede îmbunătăţirea modului de lucru al Consiliului de Administraţie, sporirea rolului acţionarilor şi a transparenţei (Baums, Theodor; Birkenkaeper, Anja – *Corporate Governance in Germany*, October 1998, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=158038).

mările produse în perioada 1996-2006[1] au evidențiat sporirea rolului băncilor private în cadrul mecanismelor de finanțare a economiei, în detrimentul celor publice, deși se menține în continuare dominația sistemului bancar în defavoarea pieței de capital.

În alte state ale Uniunii Europene (Belgia, Olanda, Luxemburg), modelele de guvernanță corporatistă nu au o identitate proprie, ci au trăsături care provin din Germania, Franța și, mai ales, Marea Britanie.

Evoluția separată a Europei de Vest și a celei de Est vreme de jumătate de secol a contribuit nu numai la adâncirea discrepanțelor de dezvoltare economică, cât și la crearea unor sisteme de dezvoltarea economică total diferite. În planul guvernanței corporatiste, se poate identifica modelul statelor Europei de Sud[2], în cadrul căruia statul joacă rolul principal de redistribuitor și de regulator în organizarea economică, influențând sistemul cultural economic de la nivel național. Statul providență este omniprezent și face ca acționarii să aibă un rol minim, resursele financiare provenind de la stat, bănci și instituții specializate. Deschiderea economiilor acestor state spre piețele financiare internaționale, însoțită de aderarea la Uniunea Europeană, reducerea barierelor protecționiste și dezangajarea statului pe fundalul privatizării au sporit progresiv rolul acționarilor și al pieților financiare. Însă specialiștii sunt de părere că în privința adoptării și implementării standardelor guvernanței corporatiste, există un decalaj de 5-10 ani față de statele Europei Occidentale.

Indiferent de tipul modelului practicat, cadrul reglementativ exercită un impact deosebit asupra sistemului de guvernare corporatistă, fiind nefavorabil băncilor. Ca urmare a crizei din anul 1929, în care băncile au fost parțial responsabile, reglementarea americană și cea britanică au constrâns considerabil dezvoltarea băncilor. Separarea funcțiilor de bancă comercială și de bancă de investiții a limitat expansiunea instituțiilor bancare, împiedicând mai ales participarea directă a acestora în capitalul altor întreprinderi, ceea ce a făcut imposibilă o reconciliere între bănci și întreprinderi, prin comparație cu cea constatată în Germania sau Japonia. În plus, grupurile (holding-urile) de bănci nu pot deține mai mult de 5% din capitalurile altei întreprinderi, iar participarea lor trebuie să fie pasivă.

[1] Hackethal, Andreas; Schmidt, Reinhard; Tyrell, Marcel (2006) – *The Transformation of the German Financial System*, în *Gouvernance des systèmes financiers*, vol. 116, Avril 2006, www.cairn.info/resume.php?ID_ARTICLE=REDP_164_0431.

[2] Este vorba de fostele state comuniste centrale și est-europene (Bulgaria, Cehia, Ungaria, Polonia, România, Slovacia).

De asemenea, cadrul reglementativ prevede obligativitatea schimbului de informaţii corecte între bănci şi investitori, fără de care cele trei modele nu se pot aplica într-o manieră eficientă. Deşi aceste modele de guvernare corporativă sunt caracteristice marilor firme, ele se pot aplica şi de către întreprinderile de talie mai mică[1], al căror rol a crescut, fiind cotate şi la bursă. Un exemplu interesant îl constituie societatea Yahoo, care creează site-uri de căutare pe Internet şi care, printr-un management financiar participativ, a avut în anul 1995 o capitalizare bursieră de ordinul miliardelor de dolari, deşi a realizat o cifră de afaceri de 30 de milioane dolari. În plus, cotaţia micilor întreprinderi permite investitorilor disponibili să îşi diversifice portofoliul, prin deţinerea de active cu un nivel mai ridicat de risc, dar cu o speranţă mare de câştig.

3.4. Mecanismele politice ale guvernanţei corporatiste: Consiliul de Administraţie şi managerii

3.4.1. Delimitări şi interdependenţe între raporturile de putere dintre Consiliul de Administraţie şi top-management

Consiliul de Administraţie şi managerii sunt pilonii principali ai guvernanţei corporatiste, altfel spus, mecanismele politice care acţionează împreună în vederea realizării obiectivelor organizaţionale, formulate printr-o strategie de firmă. Compatibilitatea dintre cei doi piloni este extrem de importantă; pe de o parte, prezintă interes modul în care directorii îşi îndeplinesc obligaţiile, iar directorul executiv (CEO) este capabil să îi coordoneze şi să asigure un management de top bazat pe integritate şi profesionalism. De cealaltă parte, acţionează al doilea pilon, *board*-ul, faţă de care se

[1] Conform unui studiu realizat de Sengenberger, Loverman şi Piore (1990), structura organizatorică a IMM-urilor are la bază două modele: **„regatele"** şi **„republicile"**. „Regatele" cuprind mai mulţi furnizori legaţi de o companie mare într-un lanţ de aprovizionare vertical sub coordonarea strategică a acestuia. Un exemplu elocvent de „regat" îl constituie IMM-urile japoneze care îşi desfăşoară activitatea pe baza relaţiilor de subcontractare. În anumite ramuri ale economiei nipone (electronică), producţia este organizată în sistemul grupurilor de furnizori, sub forma unei reţele piramidale de IMM-uri. „Republicile" unesc întreprinderi mici cu un grad înalt de specializare într-o structură orizontală în cadrul căreia nicio firmă nu are o poziţie dominantă. Un model clasic de „republică" este regiunea industrială Emilia-Romagna, situată în nordul Italiei. IMM-urile asigură peste 40% din numărul total de locuri de muncă ale zonei. Între acestea se manifestă atât relaţii de cooperare, cât şi relaţii de concurenţă. Combinaţia „cooperare-concurenţă" reprezintă sursa competitivităţii acestor firme (*apud* Ionescu, Vladimir-Codrin (2004) – *Managementul firmelor mici şi mijlocii*, Ed. Economică, Bucureşti, p. 88).

manifestă o anume reținere, privind modul în care poate contribui la stimularea creării valorii, având și o atitudine responsabilă în același timp.

Reforma Consiliului de Administrație are în vedere sporirea rolului directorilor non-executivi, precum și asigurarea independenței directorilor față de puterea crescândă a top-managerului (CEO). Importanța *board*-ului nu este pusă de nimeni la îndoială și se asimilează rolul său cu cel al ADN-ului pentru organismul uman, deoarece asigură niște caracteristici „genetice", în baza cărora compania va crește și va obține succesul. În etapa de maturitate a companiei, *board*-ul reprezintă sursa valorilor și obiectivelor care susține forța competitivă a corporației. De aici se poate deduce că *board*-ul exercită atât o **responsabilitate „internă"**, cât și o **responsabilitate „externă"**.

În **interior**, Consiliul de Administrație răspunde pentru modul în care compania este condusă și orientată, ca entitate, în ansamblul său. În **exterior**, responsabilitatea Consiliului de Administrație se manifestă în special față de investitori, deoarece este interfața dintre acționari și top-manageri, cărora li s-a încredințat conducerea companiei și care s-au angajat să lucreze zilnic în acest scop. Totodată, Consiliul de Administrație este responsabil de calitatea comunicării cu toți acei *stakeholders*, de o mare diversitate, dispersați în teritoriu, dar care sunt parteneri esențiali ai corporației, deși se pot afla la mare distanță de sediul social al acesteia.

Pentru a-și îndeplini îndatoririle, *board*-ul trebuie să pună în balanță strategia și responsabilitatea în vederea încurajării performanței, cu menținerea efectivă a controlului. Așa după cum precizau Carter și Lorsch[1], în anul 2004, *board*-ul îndeplinește trei **funcții** distincte, și anume:

- monitorizarea companiei și a performanței managementului;
- adoptarea deciziilor strategice ale corporației;
- oferirea de sfaturi și consultanță managerilor, în special directorului executiv al companiei (CEO).

Pornind de la aceste premise, **rolul** *board*-ului se manifestă în următoarele direcții:

1. **Control**: monitorizarea managementului companiei și asigurarea responsabilității;

[1] Clarke, T. – *op. cit.*, p. 33.

2. **Strategie**: aprobarea și monitorizarea direcției de acțiune strategică (strategiei) companiei;
3. **Consilier**: furnizarea de sfaturi și de consultanță directorilor companiei asupra problemelor strategice sau de interes major;
4. **Instituțional**: construirea de relații instituționale cu investitorii, grupurile de *stakeholders*, întreaga comunitate.

Analiza activităților Consiliului de Administrație poate fi prezentată sub forma unui cadru simplificat, conform celor prezentate în Figura nr. 3.

Furnizează responsabilități (privire din exterior) CONFORMARE **Monitorizează și supervizează** (privire din interior)	**Formulează strategii** (privire din exterior) PERFORMANȚĂ **Implementează politici** (privire din interior)
Focalizat pe trecut și prezent	***Focalizat pe viitor***

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 34.

Figura nr. 3. Cadrul de analiză a activității Consiliului de Administrație

Acest cadru de analiză, elaborat pentru prima dată de Fred Hilmer și Bob Tricker (1994), și-a dovedit utilitatea, fiind de ajutor pentru generații de directori de companii. El ilustrează în mod evident tensiunile dintre membrii Consiliului de Administrație pe tema conflictului dintre **conformarea** față de reguli versus asigurarea **performanței** corporației, sau a găsirii unei soluții de compromis, odată cu pregătirea deciziilor viitoare. Totodată, se atrage atenția asupra rolului multidimensional, precum și a responsabilității *board*-ului pentru a găsi soluția armonizării constrângerilor, în vederea asigurării funcționării întreprinderii ca un tot unitar.

Așadar, din punct de vedere juridic, *board*-ul este cea mai înaltă autoritate a companiei, o adevărată „fântână a puterii", a cărui misiune este de a apăra cu fermitate interesele acționarilor, în cadrul sistemului economiei de piață. În practică, se constată adesea că managementul de top tinde să exercite această putere în locul Consiliului, pe fundalul carenței sale de autoritate. Deși de la membrii *board*-ului acționarii așteaptă o atitudine

critică față de performanța managementului, precum și o judecată independentă și imparțială, în realitate lucrurile stau cu totul altfel. Astfel, implicarea administratorilor în mai multe consilii în același timp îi împiedică să aprofundeze realitățile companiilor pentru a-și fundamenta opiniile. Departe de a avea o atitudine critică față de conducători, administratorii au acceptat cu ușurință politica de salarizare a managerilor care a căpătat dimensiuni excesive, cu efecte inflaționiste, chiar corozive (conform analizei lui Will Hutton).

Atât acționarii, cât și opinia publică solicită *board*-ului și managerilor, în egală măsură, îmbunătățirea competenței și performanțelor. În general, atribuțiile managerilor sunt guvernate de cadrul juridic național specific statului în care compania a fost înființată. Managerii au obligația de a informa acționarii cu privire la deciziile adoptate și de a supraveghea afacerile companiei. În legislația americană, managerii beneficiază de putere discreționară, dacă deciziile sunt adoptate cu bună credință. Atâta vreme cât prin comportamentul lor nu pot fi suspectați de neglijență, fraudă și erori, ei nu pot fi trași la răspundere sau acuzați de prea multă putere. În legislația britanică[1], îndatoririle principale ale managerilor sunt:

- acțiunea managementului în cadrul anumitor limite de putere conferite;
- promovarea succesului companiei în folosul tuturor membrilor săi; directorii trebuie să supravegheze pe termen lung calitatea raporturilor cu angajații, furnizorii, clienții și să aibă în vedere impactul operațiunilor derulate asupra mediului;
- exercitarea unei judecăți independente;
- exercitarea responsabilităților cu talent și promptitudine;
- evitarea conflictelor de interes;
- neacceptarea de câștiguri și foloase necuvenite de la terțe părți;
- declararea existenței vreunui interes personal în cadrul unei tranzacții a companiei.

Însă cea mai mare problemă a managerilor este asumarea responsabilității pentru calitatea rapoartelor financiare întocmite și date publicității. Aceste documente asigură un grad ridicat de încredere pentru a-i convinge pe

[1] Legea de reformare a dreptului companiilor (Company Law Reform Bill), 2005, *apud* Clark, T. – *op. cit.*, p. 36.

investitori cu privire la necesitatea şi oportunitatea alocării banilor în companie. Managerii au datoria de a asigura acurateţea informaţiilor şi de a le pune la dispoziţia celor interesaţi. Responsabilitatea cu privire la determinarea cu exactitate a momentului în care au fost realizate veniturile reprezintă o sarcină dificilă, însă investitorii au dreptul să se aştepte şi să pretindă rapoarte financiare întocmite într-o manieră profesionistă, onest şi transparent.

Deşi standardele internaţionale de raportare financiară nu încurajează modificarea rapoartelor întocmite, tot mai multe companii îşi schimbă declaraţiile făcute anterior. În SUA, numărul companiilor listate care şi-au modificat declaraţiile a crescut de la 92 (1997) la 1195 (2005), conform datelor din Tabelul nr. 11.

Tabelul nr. 11. Evoluţia numărului companiilor americane cu declaraţii schimbate (1997-2005)

Anul	Numărul companiilor
1997	92
1998	102
1999	174
2000	201
2001	225
2002	330
2003	514
2004	613
2005	1195

Sursa: Clark, T. – *op. cit.*, p. 22.

Conform datelor prezentate în Tabelul nr. 11 şi a analizelor efectuate de cercetătorii americani se deduce că una din 24 de companii şi-a reevaluat declaraţiile în anul 2004, respectiv una din 12 companii în anul 2005. Avem de-a face cu un fenomen îngrijorător, care se accentuează de la un an la altul în loc să se diminueze. O asemenea atitudine produce serioase dubii cu privire la calitatea informaţiilor puse la dispoziţia investitorilor, care nu mai ştiu ce să creadă; or, în asemenea condiţii, riscul afacerii sporeşte simţitor, pentru că fundamentarea deciziei de investiţii se bazează pe

serioase elemente de incertitudine. De aceea comportamentul managerilor reprezintă unul din pilonii de bază ai politicii de guvernanţă corporatistă, capabil să asigure sănătatea şi succesul companiei. De altfel, Cadbury preciza că eficienţa unei economii depinde de modul în care sunt conduse companiile acesteia.

În prezent, relaţia Consiliu de Administraţie – Conducere rămâne o chestiune netranşată, fiind în continuare un subiect în dezbatere. La nivel mondial se practică atât structura monistă, cât şi cea dual (a se vedea Tabelul nr. 12).

Tabelul nr. 12. Raporturile dintre *board* şi conducători

Ţara	Tip principal de structură a *board*-ului	Separare între *board* şi conducători	Reprezentanţi ai salariaţilor în *board*
Germania	Dual	Da	Da
Belgia	Monistă	Facultativ	Nu
Spania	Monistă	Facultativ	Nu
SUA	Monistă	Facultativ	Nu
Franţa	Monistă	Facultativ	Statutul companiei poate prevedea*
Italia	Monistă	Facultativ	Nu
Japonia	Monistă	Facultativ	Nu
Luxemburg	Monistă	Facultativ	Da
Olanda	Dual	Da	Consultativ
Portugalia	Monistă	Facultativ	Nu
Marea Britanie	Monistă	Facultativ	Nu
Suedia	Monistă	Da	Da
Elveţia	Monistă	Facultativ	Nu

* Statutul este obligatoriu pentru societăţile cotate în care salariaţii deţin mai mult de 3% din acţiuni.

Sursa: Vernimmen, P. – *op. cit.*, p. 978.

În realitate, funcţionarea eficientă a Consiliului de Administraţie nu depinde de structura sa, ci de calitatea şi probitatea membrilor săi. De exemplu, în cazul companiei Enron, structura *board*-ului era dual, în timp ce la General

Electric era monistă. Primul caz a făcut obiectul unui faliment fraudulos, iar cel de-al doilea este considerat drept un model de creare a valorii pentru acţionari.

3.4.2. Analiza raporturilor administratori – manageri prin prisma conflictelor de interes

În interiorul oricărei corporaţii este de interes modul în care se derulează raporturile dintre membrii Consiliului de Administraţie (*board*) şi manageri, pornind de la obligaţiile asumate împreună de a conduce responsabil şi de a ghida compania, în vederea stimulării procesului de creare a valorii. Analiza acestor raporturi are ca premisă de plecare nevoia de recâştigare a autorităţii pierdute de către Consiliul de Administraţie, în contextul puterii crescânde a directorului executiv al companiei (CEO). Fondul dezbaterii este dat de raporturile inegale de putere dintre *board* şi manageri, luând în considerare pierderea de teren de către administratori în faţa directorilor, care au devenit tot mai influenţi.

Analizele efectuate în ultimii ani au evidenţiat lipsa de etică în aplicarea contractelor de management, care au făcut ca *board*-ul să nu mai conteze aproape deloc în actul de decizie. Conform sistemului american de management, este aproape imposibilă demiterea preşedintelui unei companii. Procedura se demarează la iniţiativa acţionarilor, dar devine practic inaplicabilă pentru că, adesea, auditorii au pledat cauza managerilor prin întocmirea de rapoarte sau furnizarea de informaţii incorecte.

În plus, s-au multiplicat **conflictele de interes** între membrii consiliilor de administraţie şi manageri, deşi ele acţionează ca nişte „steguleţe roşii" care scad ratingul corporaţiei. Conflictele de interes dintre administratori şi manageri reprezintă un indicator care arată gradul de expunere al corporaţiei la riscul operaţional şi de reputaţie, în mediul în care evoluează. Ele sunt rezultatul anumitor decizii adoptate care pot genera efecte diverse, fie că vorbim de tranzacţii dubioase şi iresponsabile (cum ar fi achiziţionarea ziarului companiei Hollinger de către Conrad Black, la preţul de 1 dolar) sau de incidente de plăţi cu valori uriaşe (277 milioane dolari la National Australia Bank, 691 milioane dolari la Allied Irish, 1 miliard dolari la Barings Bank).

Structura şi funcţionarea Consiliului de Administraţie furnizează din interior imaginea asupra valorii şi eticii unei companii în ansamblul său. Însă aceste simboluri sunt tot mai greu de respectat, deoarece până şi cele mai

importante corporații sunt preocupate de interesul personal sau de grup, înaintea intereselor clienților. Aceasta pare să fie și concluzia la care a ajuns procurorul statului New York, Eliot Spitzer, care a analizat conflictele de interes administratori – manageri, caracterizate prin: multiplicarea incidentelor de plăți, prezența administratorilor în mai multe consilii în același timp, derularea de afaceri cu firme înrudite, divulgarea secretelor profesionale ale corporațiilor.

Conflictele de interes cunosc o tipologie diversificată, cele mai reprezentative situații fiind următoarele:

1. Directorii executivi ai companiei A sunt în același timp administratori la compania B și facilitează accesul executivilor acesteia din urmă, în a dobândi „un scaun" în Boardul corporației A. Astfel, administratorii sunt prea ocupați cu prezența, uneori decorativă, în cât mai multe consilii de administrație, doar pentru a încasa onorarii importante și atât. De exemplu, unul din administratorii corporației Enron, John Urquhart[1], avea și funcția de consilier pe probleme de oportunități de afaceri internaționale, pentru care în anul 2000 a încasat 493.914 dolari. În același timp, în calitate de director al Enron Renewable Energy Corp, a fost remunerat cu pachete de acțiuni (celebrele *stock-options*). În urma fuziunii companiei la care era director cu Enron Business, și-a vândut acțiunile și a încasat 2,4 milioane dolari.

   Un alt membru al *board*-ului Enron a fost Lordul John Wakeman, fostul secretar pe probleme de energie în cabinetul Margaret Thatcher, care avea și un contract de consultanță cu subsidiara europeană a companiei Enron. La rândul său, directorul financiar al Enron era asociat la numeroase societăți către care compania mamă transfera tranzacțiile dubioase fără a le reflecta în bilanț. În acest context, este justă concluzia unui raport al Senatului american, care avea să precizeze, la 7 iulie 2002, că falimentul Enron s-a produs cu largul concurs al Consiliului de Administrație deoarece a „facilitat" colapsul companiei, permițând un risc operațional extrem de ridicat.

2. Remunerarea managerilor, prin votul membrilor consiliilor de administrație a unor pachete salariale și de compensație („paraşutele de aur" menționate în capitolele anterioare) în sume care au revoltat acționarii. Votul este rezultatul relațiilor interpersonale dintre *board* și manageri și

[1] Cagan, P. (2006) – *On Finding Linkages: Corporate Governance and Operational Risk*, www.algorithmics.com/EN/media/pdfs/johnliner_jan2006.pdf, p. 8.

se bazează pe traficul de influenţă la nivelurile superioare ale structurii corporaţiilor. Cele mai mari sume încasate de directorii executivi în SUA sunt prezentate în Tabelul nr. 13.

Tabelul nr. 13. Top 10 SUA al celor mai mari salarii ale directorilor executivi (2006)

Nr. crt.	Compania	Director executiv (CEO)	Salariu anual (USD)	Capitalizarea bursieră (mld. USD)
1.	IAC/Interactive	Barry Diller	295.000.000	14
2.	Capital One Financial	Richard D. Fairbank	249.000.000	18
3.	Yahoo	Terry S. Semel	230.000.000	47
4.	Nabors Industries	Eugene M. Isenberg	203.000.000	11
5.	Colgate Palmolive	Reuben Mark	147.970.000	27
6.	Country Wide Financial	Angelo R. Mozilo	142.000.000	22
7.	Cendant	Henry R. Silverman	139.960.000	21
8.	KB Home	Bruce E. Karatz	135.560.000	6
9.	Lehman Brothers Holdings	Richard S. Fuld	122.670.000	26
10.	Abercrombie & Fitch	Michael S. Jeffries	114.000.000	6

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 19.

Notă: salariile anuale plătite cumulează salariul de bază, bonusuri, beneficii, profit din acţiuni, câştiguri din investiţiile în fonduri de pensii.

Datele prezentate în Tabelul nr. 13 arată că, în pofida cuantumului extrem de ridicat al acestor remuneraţii încasate de directorii executivi, nu există o relaţie directă cu valoarea capitalizării bursiere a acestor companii. Astfel, directorul companiei Yahoo primeşte al treilea salariu (în ordinea mărimii), în condiţiile în care compania are cea mai mare valoare bursieră. În schimb, directorul companiei IAC este cel mai bine plătit, deşi compania sa înregistrează o capitalizare de 14 miliarde dolari, a şaptea în ordinea clasamentului din tabel. Pe de altă parte, se constată că sunt două companii cu aceeaşi valoare de piaţă (6 miliarde dolari), dar cu diferenţe extrem de mari în ceea ce priveşte mărimea salariilor directorilor generali. Aceste sume se detaşează, prin mărimea lor, de restul statelor lumii, generând relaţii de inechitate, după cum se observă în Tabelul nr. 14.

Tabelul nr. 14. Top 10 restul lumii al celor mai mari salarii ale directorilor executivi (2006)

Nr. crt.	Compania	Director executiv (CEO)	Salariu anual (USD)	Capitalizarea bursieră (mld. USD)
1.	UBS	Peter Wuffli	6.820.000	95
2.	Roche Group	Franz Humer	5.569.000	96
3.	Banco Santander Central	Alfredo Saenz	5.448.000	76
4.	BP	Lord Browne of Madingely	5.356.000	221
5.	Nestle	Peter Brabeck-Letmathe	5.165.000	110
6.	Glaxo SmithKline	Jean-Pierre Garnier	4.688.000	134
7.	Nokia	Jorma Olilla	4.292.000	72
8.	Siemens Group	Heinrich Von Pierer	3.804.000	70
9.	BHP Billiton	Charles Goodyear	3.544.000	82
10	Novartis Group	Daniel Vasella	3.290.000	124

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 20.

Conform datelor prezentate în Tabelul nr. 14, se constată că în companiile situate în afara SUA niciun salariu anual nu depăşeşte 10 milioane dolari, în timp ce în SUA nu sunt salarii sub 100 milioane dolari. Raportul dintre cele mai mari salarii este de 43,25/1, iar dintre cele mai mici salarii este de 29,08/1 în favoarea corporaţiilor americane. Demn de remarcat este faptul că raportul dintre cel mai mare salariu (în SUA) şi cel mai mic salariu (în restul lumii) este de 75,25/1, deşi valoarea de piaţă a companiei IAC (al cărei director este cel mai bine plătit) este de doar 14 miliarde dolari, în timp ce a companiei Novartis Group (al cărei director este cel mai prost plătit) este de 124 miliarde dolari. Nu în ultimul rând, se remarcă valoarea bursieră cea mai ridicată a companiei de energie BP din Marea Britanie (221 milioane dolari), dar al cărei director primeşte un salariu de 55,07 ori mai mic decât directorul companiei americane IAC, aflată în fruntea Top 10.

3. Tranzacţii care se pot derula între două subsidiare ale aceleaşi companii, or între societatea mamă şi una dintre companiile subsidiare ale acesteia (cazul Enron amintit anterior, respectiv cel al companiei de asigurări Marsh McLennan's Trident Partnerships).

4. Comportamentul incorect sau abuziv al directorului executiv care creează prejudicii de imagine; de exemplu, directorul executiv al Tyco Corp. și-a creditat compania cu propriile resurse financiare, în condițiile percepției unor dobânzi mai ridicate decât cele din sistemul bancar, în timp ce directorul executiv al companiei Disney, Michael Eisner, și-a închiriat, contra unei redevențe uriașe, propriul avion corporației. Cazul companiei Walt Disney este renumit pentru stilul autoritar de conducere al Președintelui – Director General, care a marginalizat existența și activitatea *board*-ului.

   Acest fapt a fost posibil ca urmare a compoziției Consiliului de Administrație, în care, din cei 12 membri 8 erau legați prin relații de amiciție sau parteneriat de Michael Eisner. Drept consecință, raporturile companiei erau incomplete, nu precizau informații despre compoziția *board*-ului și natura activității acestuia. În plus, acționarii nu aveau nicio posibilitate de a măsura performanța managementului și a *board*-ului. Este interesant de remarcat că unul dintre cele mai mari fonduri de investiții americane (TIAA-CREF), în calitate de acționar majoritar al companiei Walt Disney, nu a avut nicio posibilitate de a schimba lucrurile, deși nu a agreat structura *board*-ului și nici stilul de management al lui Eisner. Aceste neînțelegeri au devenit publice și au adus prejudicii imaginii companiei, cursurile acțiunilor scăzând la bursă.

   În spatele acestor conflicte de interese se află foști directori executivi care s-au pensionat și au încasat compensații uriașe, seniori executivi sau foști membri ai consiliilor de administrație care au căzut de acord și, deși sunt responsabili să facă ceea ce este corect în interesul acționarilor, s-au îndepărtat de principiul *doing the right thing*, punând pe prim plan interesul propriu. Practica a dovedit că simpla opoziție a investitorilor nu este suficientă pentru a influența stilul de conducere al președintelui sau inerția administratorilor.

3.4.3. Analiza raporturilor dintre acționari și manageri din perspectiva teoriilor organizaționale

Principalele recomandări în materie de guvernanță corporatistă converg în jurul câtorva teme forte: transparența și funcționarea Consiliului de Administrație sau supravegherea conducerii; rolul, compoziția și funcționarea Consiliului de Administrație; exercitarea puterii de către acționari în cadrul Adunării Generale a Acționarilor. Flexibilitatea structurilor de organizare și

conducere este o modalitate prin care corporaţiile urmăresc să se adapteze mediului concurenţial, dar în acelaşi timp să regleze raporturile de putere dintre acţionari, administratori şi manageri. Prin urmare, în aceeaşi ţară se pot întâlni mai multe modalităţi de organizare. De exemplu, unul dintre sistemele economice tradiţionaliste, cum este cel francez, a făcut eforturi de sporire a flexibilităţii, în prezent bazându-se pe trei tipuri[1] de organizare:

- un **Consiliu de Administraţie** condus de un **Preşedinte – Director General**, în care o mare parte a puterilor este concentrată în mâinile unei singure persoane, aflată în postura de conducător al *board*-ului şi al întreprinderii. Potrivit datelor societăţii Ernst & Young, 47% din grupurile franceze cotate au adoptat această structură, reprezentative fiind Air France-KLM şi UGC;

- un **Consiliu de Administraţie** condus de un **Preşedinte (non-executiv)** şi un **Director General**. Potrivit datelor societăţii Ernst & Young, 23% din grupurile franceze cotate au adoptat această structură, reprezentative fiind BNP Paribas, Renault, Belgacom;

- un **Consiliu de Supraveghere** (*Supervising Board*) şi un **Directorat** (*Managing Board*). Potrivit datelor societăţii Ernst & Young, 26% din grupurile franceze cotate au adoptat această structură, reprezentative fiind Peugeot, Axa şi Schneider. De exemplu, în cazul companiei Peugeot, Directoratul (Consiliul de Conducere) este format din 2-5 membri, care nu pot depăşi vârsta de 65 de ani. Conform art. 9 din statutul societăţii, acest consiliu se ocupă de adoptarea deciziilor financiare strategice, care se pot referi la gestiunea capitalurilor proprii (acţiuni) sau a datoriilor (credite, obligaţiuni), iar rezultatul votului trebuie să fie bazat pe unanimitate.

În prezent, unul dintre obiectivele comune ale administratorilor şi managerilor este de a limita exercitarea puterii de către acţionari în cadrul AGA. În această situaţie, efectele de frânare pot proveni din mai multe direcţii şi anume:

a) existenţa acţiunilor cu drept de vot multiplu, care permit acţionarilor minoritari să îşi impună punctul lor de vedere, în pofida ponderii reduse de participare. De exemplu, până în anul 2004, familia Wallenberg şi Industrivärden au controlat 66% din puterea de vot la compania Ericson, deşi deţineau doar 7,3% din numărul total de acţiuni. Explicaţia se datora deţinerii de acţiuni de tip A (în care o acţiune conferă 1.000

[1] Vernimmen, P. – *op. cit.*, p. 977.

drepturi de vot/bucată), față de acțiunile de tip B, obișnuite (în care o acțiune = un vot);

b) existența de acțiuni fără drept de vot, dar care au privilegiu de dividend; de exemplu, controlul companiei Porsche asupra Wolkwagen a fost facilitat, în mare măsură, prin deținerea de acțiuni cu privilegiu de dividend, fără drept de vot, în proporție de 27% din capital;

c) existența unor restricții în exercitarea dreptului de vot în AGA prin practicarea unor plafoane; de exemplu, la compania Danone un singur investitor poate deține între 6 și 12% din drepturile de vot;

d) restricții administrative sau materiale în exercitarea drepturilor de vot prin procură sau corespondență.

Aceste mutații confirmă tranziția de la aplicabilitatea teoriei de agent (*Agency Theory*), din anii '30 ai secolului trecut, la teoria supravegherii (*Stewardship Theory*), cu impact direct asupra comportamentului managerului și a raporturilor cu acționarii, în planul adoptării deciziilor. Teoria agenției (mandatului) constituie principalul fundament intelectual al guvernanței corporatiste și se bazează pe separarea funcției de proprietate (acționari) de funcția de conducere (manageri). În acest context, poate apărea un conflict ca urmare a faptului că cel care dă banii și deține acțiunile nu este același cu cel care conduce activitatea firmei. Acționarii își vor transfera puterea managerilor pe care îi **mandatează** să acționeze în numele lor, pentru a le apăra interesele. Relația de agent/mandat reprezintă contractul prin care una sau mai multe persoane (denumite principale), angajează o altă persoană (denumită agent/mandatar) pentru prestarea unor servicii, prin delegare de autoritate și transferul puterii de decizie, către acel agent mandatar. În managementul financiar, relațiile de agent există între acționari și manageri, respectiv între acționari și creditori, care pot genera conflicte diverse, acestea fiind analizate în capitolul 1.

Teoria de agent a reformulat și teoria firmei, prin care aceasta nu mai este văzută ca un actor colectiv cu o funcție de utilitate mutuală[1] (maximizarea profitului), ci ca un ansamblu de grupe de parteneri, fiecare având propriile lor funcții de utilitate. Comportamentul firmei nu se mai presupune ca fiind omogen, determinat de un grup unic, cu un obiectiv unic, ci comparabil cu al unei piețe, în care diferite grupuri acționează pentru realizarea de obiective specifice. Prin urmare, problema reglementării prin contract este obiectiv necesară, pentru a preveni eventualele conflicte dintre părțile implicate.

[1] Stancu, I. – *op. cit.*, p. 534.

Atât teoria de agent, cât și teoria supravegherii sunt focalizate pe analiza filosofiei conducerii adoptată de către conducătorii întreprinderilor. Potrivit ciclului de viață al afacerii, dacă o întreprindere este de mici dimensiuni, proprietarul își poate asuma și conducerea acesteia. Pe măsură ce afacerea se dezvoltă, el va încredința altor persoane, responsabilitatea organizării și conducerii. Însă, odată cu mandatarea noilor manageri, cât de multă autoritate și control transferă în sarcina lor?

Ani de zile, teoria de agent a reprezentat temeiul cercetărilor în domeniul economic, fiind focalizată pe maximizarea utilității, ceea ce este asociat, de obicei, cu crearea de bogăție pentru sine. Conform teoriei de agent, proprietarul pornește de la presupunerea că managerul va căuta să maximizeze utilitatea sa individuală, altfel spus, va face totul pentru sine, nu pentru organizație. Prin urmare, proprietarul îi va controla și monitoriza pe manageri pe parcursul procesului decizional, pentru ca aceștia să acționeze în interesul organizației.

Teoria de agent a fost criticată de mulți autori, ca Jensen și Meckling (1994), Doucouliagos (1994), Hendry (2002). Criticile pornesc de la premisa că teoria de agent se bazează pe modelul economic al comportamentului individual – Homo Oeconomicus – care face ca activitatea managerului să fie individualistă, oportunistă, pentru realizarea propriului interes. Or, nu se spune nimic despre competența managerului și nevoia de investire în formarea și dezvoltarea abilităților sale de conducător care îi sunt extrem de necesare.

Dacă teoria de agent are rădăcini economice, teoria supravegherii are origini psihologice și sociologice. În perioada 1989-1990, Donaldson și Davis au dezvoltat modelul executivului senior care acționează în interesul organizației, într-o manieră similară „*steward*-ului", care în calitate de însoțitor de bord, se ocupă de siguranța pasagerilor pe timpul cursei. La fel ca un *steward*, liderul ia decizii în interesul organizației, punând opțiunile publice înaintea celor personale, conform principiului *„doing the right things"*. Managerul-*steward* maximizează performanța organizației, făcând-o mai puternică în mediul concurențial. Conform teoriei supravegherii, managerul va beneficia de informare, autoritate și instrumente necesare pentru a adopta cele mai bune decizii. Proprietarul nu îl va mai suspecta atât de mult pe manager ca în teoria de agent, ci va avea încredere că *steward*-ul va lua cele mai bune decizii care, pe termen lung, vor maximiza profitul corporației. Deosebirile dintre cele două teorii sunt prezentate în Tabelul nr. 15.

Tabelul nr. 15. Caracteristici delimitative între *Agency Theory* şi *Stewardship Theory*

Elemente	Agency Theory	Stewardship Theory
Managerii priviţi ca	Agent	Steward
Abordarea guvernanţei	Economică	Sociologică şi psihologică
Model de comportament uman	Individualist, oportunist, în interes personal	Colectivist, pro-organizaţie, demn de încredere
Manageri motivaţi prin	Obiective proprii	Obiective principale
Interesele proprietar – manager	Divergente	Convergente
Structuri organizaţionale	Bazate pe monitorizare şi control	Facile şi puternice
Atitudinea proprietarului faţa de risc	Aversiune şi control (al managerului)	Înclinaţie şi încredere (faţă de capacitatea managerului)
Relaţii proprietar – manager	Control	Amabilitate
Filosofia managementului	Orientată spre control	Orientată spre implicare
Orizont de timp	Termen scurt (rentabilitate, lichiditate)	Termen lung (maximizarea valorii, creştere economică)
Obiective	Controlul costurilor	Creşterea performanţei
Diferenţe culturale	Individualism, putere ridicată	Colectivism, putere scăzută
Abordarea riscului şi incertitudinii	Control şi supervizare	Formarea personalului, adaptarea atribuţiilor postului pentru a fi mai motivante şi provocatoare
Motivare	Extrinsecă (satisfacerea de nevoi ridicate)	Intrinsecă (satisfacerea de nevoi scăzute)
Identificare	Angajamente de valoare scăzută	Angajamente de înaltă valoare
Putere	Instituţională (legitimă, coerciţie, recompense)	Personală (expert, referent)

Sursa: Vargas, A. (2004) – *Agency Theory vs Stewardship Theory*, www.uhu.es/alfonso_vargas/archivos/EURAM%202004.pdf.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Conform elementelor analizate în Tabelul nr. 15, între cele două teorii sunt diferenţe semnificative; astfel, în cazul teoriei supravegherii este promovat un nou tip de manager pe care proprietarii îl privesc cu încredere şi nu cu suspiciune şi sunt dispuşi să investească în pregătirea sa. Managementul de tip *stewardship* se bazează pe cinci factori[1], care, în ordinea importanţei, sunt: comunicare deschisă, relaţii bazate pe încredere, creşterea performanţei, acţiune pe bază de împuternicire, orientare pe termen lung. Rezultatele au fost obţinute pe baza unui chestionar cu 79 de întrebări, aplicat în anul 2008 în 45 companii americane de diferite dimensiuni, la care au răspuns 117.558 de angajaţi.

[1] Olson, K. (2008) – *The Relationship between Stewardship Theory of Management and Employee Engagement: A Case Study Exploration of the Leadership Philosophy of a Professional Services Firm*, www.modwestacademy.org/Proceedings/2008/papers/Olson_30.pdf.

BU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4. CONTROLUL INTERN – PILON AL GUVERNANȚEI CORPORATISTE

4.1. Actori instituționali implicați în realizarea rapoartelor financiare ale corporațiilor

Atitudinea responsabilă a managerilor în elaborarea rapoartelor privind structura conturilor finale ale corporațiilor a devenit o preocupare relativ nouă pentru analiștii financiari. În ultimul deceniu s-a produs o tranziție de la indiferența piețelor de capital privind sinceritatea conturilor și practicilor contabile, la o suspiciune aproape generalizată față de responsabilitatea managerilor în elaborarea documentelor de acest tip.

Atât în SUA, cât și în statele Uniunii Europene, sinceritatea întocmirii conturilor finale anuale a fost serios pusă sub semnul întrebării. Pe piața de capital americană au stârnit numeroase critici conturile corporațiilor care operează pe noi debușeuri, în special în domeniile High-Tech și telecomunicații. În această categorie se includ CISCO, Global Crossing, IBM, ale căror situații financiare finale au generat neîncredere datorată gestiunii datoriilor sau unor practici de supraevaluare a produselor constatate în avans și, implicit, a rezultatelor supraevaluate raportate.

În Franța au fost analizate modalitățile de remunerare a managerilor, care deși prin volum nu se apropie de cele înregistrate în SUA, creează unele suspiciuni privind modul de stabilire. Astfel, Președintele – Director General al GEMPLUS și-a atribuit în anul 2003, cu susținerea prin vot a Consiliului

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

de Administrație, un important volum de *stock-options*, iar pentru plata acțiunilor respective și-a acordat o facilitate de împrumut, tot cu sprijinul *board*-ului. De remarcat este că această operațiune a avut loc înainte de listarea companiei la bursă, mizând pe obținerea unor câștiguri din creșterea cursului acțiunilor. La cererea acționarilor, în special a salariaților-investitori în companie, a fost forțat să restituie acțiunile. Aceste exemple arată că un Consiliu de Administrație care este prea legat de manageri va acționa în defavoarea investitorilor și va altera imaginea companiei.

Este cunoscut faptul că rolul managementului financiar este de a crea un cadru favorabil de acțiune, în care urmează să se stabilească conexiunile firești dintre **obiectivele** financiare ale firmei, **valoarea de piață** a acesteia, **mijloacele și instrumentele** folosite pentru măsurarea performanțelor sale financiare. Această triadă este absolut necesară deoarece odată ce obiectivele firmei au fost identificate, definite și evaluate, performanțele obținute la nivel microeconomic trebuie monitorizate și analizate. În mod concret, se are în vedere elaborarea unui cadru de conduită corporativă[1] în care spiritul idealistic este implementat, ca parte a culturii organizaționale, în contrast cu regulile studiate de specialiști și aplicate în activitatea financiar-contabilă. Aceasta necesită o diviziune clară a muncii, precum și stabilirea de responsabilități clare pentru manageri.

În raport cu ierarhizarea obiectivelor urmărite și în vederea implementării principiilor de guvernanță, în orice corporație interacționează trei mari categorii de manageri și anume:

- managerii de vârf (*top* managerii);
- managerii de la nivele medii (*middle* managerii);
- managerii de la nivelele de bază (*first-line* managerii).

Managerii de vârf se află la nivelele superioare ale organizației și adoptă decizii care privesc obiectivele fundamentale care îmbracă întotdeauna și o tentă financiară. Ei se implică direct în fundamentarea deciziilor privind alocarea resurselor, pornind de la obiectivele investiționale ale întreprinderii și implicit a deciziilor de finanțare și de repartizare a rezultatelor financiare. *Top* managerii se pot organiza într-un *board* al directorilor care supraveghează pe ceilalți manageri prin intermediul angajaților. Toate activitățile corporației sunt introduse într-un sistem de contabilitate și directorii raportează acționarilor rezultatele obținute printr-un raport anual, în care sunt prezentate conturile finale și performanțele obținute.

[1] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 67.

Acționarii verifică rezultatele raportate, pentru a se asigura că investiția efectuată este în regulă, ceea ce presupune că vor încasa dividende într-un cuantum predictibil.

Managerii de la nivelele medii au rolul intermediar în procesul de comunicare dinspre managerii de vârf spre managerii de la nivelele de bază și reciproc. Ei acționează ca o „curea de transmisie" a dispozițiilor către managerii din „prima linie" de la managerii de vârf, precum și a rezultatelor obținute în procesul de implementare a deciziilor, dinspre managerii din „prima linie" către cei de vârf. *Middle* managerii sunt extrem de implicați în derularea corespunzătoare a operațiunilor financiare ale întreprinderii, în atribuțiile lor incluzându-se:

- elaborarea de planuri și programe de acțiune;
- defalcarea sarcinilor, inclusiv a celor de natură financiară, pe colective de muncă și centre de responsabilitate, precum și urmărirea realizării lor în practică;
- efectuarea de comparații între nivelul prognozat și cel realizat al obiectivelor propuse și analiza impactului diferențelor constatate asupra evoluției viitoare a firmei;
- stabilirea factorilor de influență și propunerea de măsuri pentru redresarea unor situații devenite nefavorabile.

Conducătorul compartimentului financiar poate fi încadrat, de regulă, la această categorie de manageri. El trebuie să verifice, prin prisma criteriilor financiare, nivelul de eficiență al tuturor celorlalte programe de acțiune elaborate și implementarea de către conducătorii altor centre de responsabilitate. În acest sens colaborează pe orizontală cu toți acești factori decidenți pentru a contura cea mai bună alternativă de acțiune în plan financiar, fără a diminua însă din punct de vedere cantitativ și calitativ acțiunea economică întreprinsă.

Cadrul de conduită corporativă invocat anterior necesită o reglementare adecvată capabilă să asigure protecția acționariatului, să protejeze imaginea publică a corporațiilor și să stimuleze procesul de creare a valorii. De asemenea, conținutul său trebuie să fie complet – prin reflectarea standardelor de bază, clar, concis, dinamic, dar să se bazeze pe o dorință reală de schimbare. În plus, trebuie să transmită siguranță investitorilor, în conformitate cu sistemul de control intern supervizat de auditul intern.

De regulă, conturile finale[1] ale organizației sunt verificate anual de o firmă externă de contabilitate și/sau de audit (audit extern) pentru asigurarea managementului în privința realității acestora, precum și pentru evaluarea performanțelor înregistrate. Conturile finale și raportul anual trebuie să includă toate informațiile solicitate de utilizatori și trebuie să fie prezentate într-o manieră corectă, reală, în conformitate cu Standardele Internaționale de Contabilitate. În afară de calitatea de furnizor de informații, conturile finale ar trebui să reprezinte o oglindă a întreprinderii în mediul extern, astfel încât să se poată obține și informații nefinanciare, cum ar fi stilul de management și performanța conducerii, ca elemente de credibilitate publică ale companiei.

4.2. Integrarea comitetelor specializate în structura Consiliului de Administrație. Limite ale colaborării

În vederea prevenirii eventualelor suspiciuni privind corectitudinea întocmirii rapoartelor financiare anuale, în cadrul Consiliilor de Administrație activează **comitete specializate**. Structura lor cuprinde **comitete de audit, comitete de remunerare, comitete de selecție**, care se regăsesc atât în corporațiile europene, cât și în cele americane (a se vedea Tabelul nr. 16).

Tabelul nr. 16. Prezența comitetelor specializate în cadrul Consiliului de Administrație. Privire comparativă (%)

Consilii de Administrație cu:	SUA	Franța	Marea Britanie	Germania
Comitet de audit	100	87	88	28
Comitet de remunerare	99	90	89	19
Comitet de selecție	74	20	54	17

Sursa: Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 167.

Potrivit datelor din Tabelul nr. 16, se constată că prezența comitetelor specializate este aproape obligatorie în SUA, în timp ce în Germania plasarea acestora ca structuri auxiliare *board*-ului se menține la cote nesemnifica-

[1] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 68.

tive. Trebuie remarcat faptul că atât pe continentul american, cât și pe cel european aceste comitete nu au o existență statutară, în sensul că rolul lor este doar consultativ. Deși nu au putere de decizie, comitetele consultative au atribuții proprii care le sunt stabilite de către Consiliul de Administrație.

Comitetele de audit

Într-un stat de drept, potrivit reglementării, concluziile comitetului de audit nu pot suplini deciziile *board*-ului, nici nu se pot substitui acestuia. Însă deciziile adoptate de Consiliul de Administrație se sprijină pe opiniile comitetului de audit intern și pe controlorii de conturi. Importanța tot mai mare a comitetului de audit rezultă și din solicitările diverse adresate de marile companii, destinate să lămurească anumite chestiuni de interes public. Astfel, grija pentru calitatea informațiilor furnizate acționarilor a determinat companiile L`oreal și Carrefour să solicite un punct oficial de vedere comitetului de audit asupra unor chestiuni legate de deontologia bursieră. La compania PPR-SA (un holding specializat în vânzarea produselor de lux), administratorii controlează împreună cu auditorii calitatea și acuratețea informațiilor financiare furnizate acționarilor și pieței. De asemenea, grupuri ca Lafarge, Aventis, AXA, EADS au extins sfera competențelor comitetului de audit, incluzând misiuni financiare axate pe strategia operațiunilor financiare majore, precum și pe identificarea riscurilor și gestiunea acestora. Nu în ultimul rând, anumite grupuri au încredințat comitetelor de audit lansarea apelurilor de ofertă în vederea selecției corespunzătoare a auditorilor externi sau a controlorilor de conturi, care sunt convocați să participe și să aibă o atitudine activă în cadrul reuniunilor departamentului de audit.

Comitetul de remunerare și de selecție

Comitetele de remunerare[1] îndeplinesc, tot mai mult, și misiuni de selecție, fapt confirmat prin sporirea cazurilor de acest tip de la 32% în anul 1999, la peste 43% în prezent. Analizele întreprinse au arătat că anumite teme au rămas de la un an la altul nerezolvate. Dintre acestea se pot menționa următoarele:

- lipsa unor criterii explicite de remunerare individuală a echipei de manageri, cu excepția Președintelui – Director General;
- selecția membrilor echipei care activează în jurul președintelui;

[1] Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 167.

- prezentarea unor instrumente concrete de evaluare a performanțelor președintelui și administratorilor;
- absența din rapoartele întocmite a legăturilor de cauzalitate dintre remunerarea efectuată și performanța realizată.

Analizele întreprinse au evidențiat existența anumitor **limite** în activitatea comitetului de selecție și de remunerare. De exemplu, comitetul nu poate interveni în numirea succesorului la funcția de președinte al companiei, deoarece deja s-a elaborat un plan de succesiune în acest sens, care exclude consultarea sau acțiunea comitetului; este cazul unor companii precum AXA sau Société Générale. De asemenea, comitetul nu poate interveni în selecția administratorilor la care președintele companiei are calitatea de asociat. Totodată, rolul limitat al comitetului rezidă și în aceea că **nu poate interveni** în determinarea remunerației individuale a conducătorilor (alții decât președintele sau directorul general), precum și în evaluarea performanțelor președintelui și administratorilor corporației.

În ceea ce privește independența membrilor din componența comitetelor specializate, se constată că este mai accentuată în SUA spre deosebire de Franța (a se vedea Tabelul nr. 17).

Tabelul nr. 17. Independența membrilor comitetelor specializate

Nr. crt.	Elemente de analiză	Comitete de audit		Comitete de remunerare		Comitete de selecție	
		Franța	SUA	Franța	SUA	Franța	SUA
1.	Numărul mediu al administratorilor	3	4	3	3	3	3
2.	Numărul administratorilor legați de management	1	0	0	0	2	0
3.	Numărul administratorilor independenți	2	4	3	3	1	3

Sursa: Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 168.

Gradul mai scăzut de independență al administratorilor din comitetele specializate franceze se explică prin puterile „regaliene" ale conducătorilor, în bază cărora refuză să cedeze părți ale acesteia către membrii comitetelor respective. În ceea ce privește reuniunile anuale ale membrilor comitetelor

specializate, se constată că în SUA numărul întâlnirilor este mai mare decât în Franța (a se vedea Tabelul nr. 18).

Tabelul nr. 18. Frecvența reuniunilor anuale ale comitetelor specializate

Numărul mediu al reuniunilor anuale	SUA	Franța
Audit	4	3
Remunerare	5	1
Selecție	3	1

Sursa: Richard, B.; Miellet, D. – *op. cit.*, p. 168.

După cum se poate observa în Tabelul nr. 18, în SUA comitetele specializate se întrunesc mai des decât în Franța; comitetele de remunerare se reunesc în medie de cinci ori pe an, cele de audit de patru ori pe an, iar cele de selecție de trei ori pe an. În Franța, doar comitetele de audit sunt mai apropiate, prin frecvența întâlnirilor, de cele americane, în timp ce comitetele de remunerare, respectiv de selecție (care, de regulă, sunt comasate) se reunesc doar o dată pe an. Deși recomandările făcute în rapoartele Viénot și Bouton (prezentate la capitolul 2) menționează expres importanța comitetelor specializate, în practică sunt carențe de implementare.

Corporațiile care acordă sprijin acestor comitete le asigură și mijloace operaționale de funcționare, cum sunt posibilitatea de a avea un secretariat propriu și un raportor însărcinat cu probleme de comunicare, accesul liber la informații financiar-contabile sau chiar la consultanță externă (dacă este cazul).

Funcționarea acestor comitete specializate reprezintă un element de progres în privința guvernanței corporațiilor, deoarece asigură o mai bună reprezentare a interesului acționarilor, precum și un plus de securitate a gestiunii patrimoniului, de care beneficiază atât proprietarii, cât și managerii. Totuși, unele voci care se opun funcționării acestora susțin că există riscul de a crea în interiorul aceloraşi organe instanțe cu „două viteze" (*board*-ul și comitetele). Altfel spus, acțiunea celor două entități nu este armonizată și atunci nu se dorește crearea lor. Rațiunea acestei opoziții este de fapt dorința de a nu afecta capacitatea de control a Consiliului de Administrație și politica de remunerare, astfel încât să nu existe „amenințarea" trans-

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

parenței informațiilor. Însă la fel de gravă este crearea acestor comitete doar într-o manieră formală, de fațadă, pentru a masca vechile practici ale *board*-ului, care pot continua nestingherite, deoarece au „girul" de conformitate al membrilor și sunt părți implicate în forma fără fond a reformelor corporațiilor.

4.3. Sistemul de control managerial al corporației. Raportul Turnbull

Recomandările inserate în rapoartele privind guvernanța corporatistă au ca punct comun, fie că vorbim de doctrina americană, fie de cea europeană, considerarea **controlului intern** ca factor principal al eficientizării modelelor guvernanței corporatiste. Controlul intern facilitează realizarea obiectivelor corporației prin derularea de activități specifice care vizează integritatea, valorile etice, competența managementului, rolul managementului superior. Controlul este o componentă a procesului decizional și, implicit, a managementului care, prin natura rezultatelor sale, este de interes atât pentru proprietarii și managerii unei companii, cât și pentru celelalte părți implicate.

Din punct de vedere semantic, controlul este o „analiză permanentă sau periodică a unei activități, a unei situații, pentru a urmări mersul ei și pentru a lua măsuri de îmbunătățire"[1]. În același timp, controlul semnifică o supraveghere continuă, morală și materială, ca și stăpânirea unei activități, a unei situații[2].

În literatura de specialitate se întâlnesc două accepțiuni ale controlului, una anglo-saxonă și una de sorginte franceză. În viziunea anglo-saxonă[3], controlul este o acțiune de supraveghere, o examinare minuțioasă, el exprimând și puterea de a conduce ca un instrument de reglementare a unui mecanism. În accepțiunea franceză, controlul reprezintă o verificare, o inspecție atentă a corectitudinii întocmirii unui act. Din punct de vedere al exercitării controlului, tipologia controlului include controlul intern și controlul extern. Controlul intern cuprinde ansamblul controalelor

[1] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 104.

[2] *Idem*, p. 104.

[3] *Ibidem*, p. 106.

din interiorul entității, în timp ce controlul extern cuprinde totalitatea controalelor care se adresează entităților, din afara acesteia.

Controlul intern a devenit un pilon al sistemului de guvernanță corporatistă, mai ales dupa apariția Codului Combinat (prezentat în cap. 2). În acest context, este de invocat **Raportul Turnbull**, adoptat în anul 1999 și revizuit în anul 2005, cu titlul *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*. Raportul poartă numele autorului său, Nigel Turnbull de la compania Rank Group și se aplică companiilor listate la Bursa de Valori londoneză. Raportul informează directorii despre obligațiile pe care le au în condițiile implementării cerințelor Codului Combinat, privind efectuarea și menținerea unui control intern eficient în companie. Totodată, Raportul atrage atenția directorilor de a lucra cu auditori interni competenți, capabili să verifice calitatea informațiilor financiare raportate și să depisteze eventualele fraude.

În capitolul 1, alineatul 1 al Raportului se menționează că sistemul de control intern[1] al companiei exercită un rol cheie în managementul riscurilor semnificative în vederea îndeplinirii obiectivelor companiei. Un sistem de control intern salvgardează investițiile acționarilor și activele companiei. Controlul intern contribuie la eficiența și eficacitatea operațiunilor corporative și garantează că rapoartele interne și externe s-au întocmit în conformitate cu reglementările legale, fiind implicat în mod activ în elaborarea lor. Un **sistem de control intern cuprinde**: controlul activităților, procesul de informare și comunicare, procese de monitorizare continuă a eficienței sistemului.

Raportul Turnbull reiterează ideea că responsabilitatea pentru funcționarea sistemului de control intern al companiei revine în totalitate **Consiliului Directorilor**. Este sarcina sa de a adopta cele mai potrivite politici de control intern și de verificare cu regularitate a implementării lor, astfel încât sistemul să funcționeze într-o manieră mai eficientă. În elaborarea acestor politici, Consiliul Directorilor va ține cont de următorii **factori**[2]:

- natura și dimensiunea riscurilor la care este expusă întreprinderea;
- tipologia riscurilor considerate de întreprindere ca fiind acceptabile și pe care și le poate asuma;

[1] Turnbull, N. (2005) – *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, Financial Reporting Council, London, 2005, www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Revised%20Turnbull%20Guidance%20October%202005.pdf.

[2] *Idem*, p. 3.

- estimarea probabilității de producere a riscurilor;
- capacitatea companiei de a reduce incidența riscului asupra afacerilor sale;
- costul operațiunilor de control și estimarea eficienței controlului, din perspectiva beneficiilor obtenabile de pe urma reducerii riscului.

Un sistem sănătos de control intern este caracterizat de următoarele **trăsături**:

1. Facilitează eficiența și eficacitatea operațiunilor, fiind capabil să răspundă într-un mod potrivit și să ofere asistență pe parcursul derulării afacerilor semnificative, de natură financiară sau operațională. Aceasta presupune apărarea activelor/bunurilor de o utilizare necorespunzătoare prin pierdere, furt sau fraudă.
2. Asigură calitatea raportărilor interne și externe. Aceasta presupune păstrarea corespondenței, a registrelor și documentelor contabile care oferă informații necesare despre organizarea companiei. Prin urmare, conturile finale și raportul anuale trebuie să fie complete, să ofere un înalt nivel de informare, să furnizeze toate elementele astfel încât acționarii să cunoască și să înțeleagă cele mai importante trăsături ale procesului de management al riscului.
3. Oferă asistență în privința cunoașterii și aplicării legislației, a politicilor interne cu respectarea conduitei în afaceri.

În legislația românească[1] sunt prevăzute atât activități de **control curente**, integrate în sistemul de management, cât și activități de **control specializate**. Activitățile de control curente constau în: observare, comparare, aprobare, raportare, coordonare, analiză, autorizare, supervizare, examinare, separarea funcțiilor, monitorizare, evaluare. Activitățile de control specializate sunt efectuate de componente structurale anume constituite (comisii, compartimente de control etc.), a căror activitate se desfășoară pe baza unui plan conceput prin luarea în considerare a riscurilor.

Având în vedere că într-o corporație se întâlnesc atât sistemul de management, cât și sistemul de control intern, prin fuziunea celor două se formează sistemul de control managerial.

[1] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 122.

4.4. *Analiza auditului intern în contextul redefinirii conceptului de control*

În condițiile redefinirii conceptului de control, într-o accepțiune mult mai largă, prin care este privit ca o funcție a procesului managerial, în structura sa intră și **auditul intern.** Prin urmare, funcția de control a managementului a devenit **funcția de control intern**, care **încorporează și auditul intern.** Având în vedere că standardele de control intern abordează controlul intern ca pe un proces focalizat pe activitatea organizației, la nivelul managementului corporației, funcția de control intern este reprezentată de auditul intern. Practicile internaționale recomandă conturarea unui sistem de control intern și a unei structuri de audit intern, în subordinea managementului general/superior. Așadar, responsabilitatea auditului intern cade tot în sarcina managementului superior și este axată pe modul de organizare a controlului intern.

Prin **definiție**, auditul intern este o activitate[1] independentă de asigurare obiectivă și de consiliere, destinată să adauge valoare și să antreneze îmbunătățirea activităților organizației. Conform standardelor ISO 8402 (Quality Management and Quality Assurance) ale Organizației Internaționale pentru Standardizare, auditul reprezintă[2] o examinare metodică realizată în vederea determinării dacă activitățile și rezultatele relativ la subiectul examinat satisfac dispozițiile prestabilite și dacă aceste dispoziții sunt puse în operă într-un mod eficace și apt în vederea atingerii obiectivelor.

Așadar, auditul intern ajută organizația în îndeplinirea obiectivelor sale, printr-o abordare sistematică și disciplinată în cadrul evaluării și îmbunătățirii eficacității proceselor de management al riscurilor, control și guvernare. **Rolul**[3] auditului intern, conform Standardului de realizare 2120 al Institutului Auditorilor Interni, constă în:

- evaluarea acelor domenii expuse cel mai mult riscurilor, în termeni de obiective cheie de control (sisteme informaționale ale managementului, de conformare, protejarea bunurilor, crearea valorii);

[1] Norme avizate IIA (Institutul Auditorilor Interni), www.aair.ro/new4/fisiere/standarde_romana/Cod_Etica-IIA-rom-Site.pdf.

[2] www.iso.org/iso/iso_catalogue/catalogue_ics/catalogue_detail_ics.htm?csnumber=15570.

[3] Ghiță, M. – *op. cit.*, p. 124.

- definirea și întreprinderea programelor de verificare a acestor sisteme de înalt profil care atrag cele mai multe riscuri;
- verificarea fiecăruia dintre aceste sisteme prin examinarea și evaluarea sistemelor lor asociate de control intern, în vederea determinării gradului în care obiectivele cheie ale controlului sunt îndeplinite;
- consilierea managementului privind implementarea activităților de control intern și verificarea modului său de operare, astfel încât să promoveze îndeplinirea obiectivelor controlului;
- recomandarea de îmbunătățiri necesare în vederea întăririi controlului și clarificarea riscurilor care au determinat eșecul acțiunilor recomandate;
- urmărirea implementării recomandărilor auditorilor interni astfel încât să se descopere din timp dacă acțiunile managementului s-au conformat recomandărilor auditorilor.

La nivel mondial, misiunile de audit intern se derulează în diferite medii și în cadrul unor organizații care diferă din punct de vedere al scopului, mărimii, complexității și structurii. Diferențele consemnate pot avea efecte negative asupra practicilor de audit, de aceea implementarea Cadrului Internațional de Practici Profesionale (IPPF) este influențată direct de mediul în care se derulează. Scopul IPPF este de a organiza normele autorizate de Institutul Auditorilor Interni (IIA), astfel încât acestea să poată fi accesate ușor și la timp, și să întărească totodată poziția IIA de organism de standardizare pentru profesia de audit intern la nivel global. Prin înglobarea practicii curente de audit intern și prin posibilitatea de dezvoltare viitoare, IPPF are rolul de a acorda asistență practicienilor și factorilor interesați la nivel mondial, astfel încât aceștia să reacționeze într-o manieră profesionistă la cerințele pieței serviciilor de audit aflată în plină dezvoltare.

IPPF nu trebuie să conțină nicio informație care să genereze conflicte cu legislația sau reglementările aplicabile. În situația apariției unor conflicte, auditorii interni sunt încurajați să contacteze fie un consilier juridic pentru asistență suplimentară, fie Institutul Auditorilor Interni.

IPPF cuprinde două tipuri de norme și anume:

- norme obligatorii (definiția auditului intern, codul de etică, standardele);
- norme recomandate (documente de poziție, îndrumări practice, ghiduri practice).

Normele obligatorii trebuie aplicate atât persoanelor fizice, cât și persoanelor juridice care furnizează servicii de audit intern. Normele recomandate nu au caracter obligatoriu, ele fiind elaborate pentru a furniza o gamă variată de soluții aplicabile, în vederea îndeplinirii cerințelor incluse în normele obligatorii. Prestarea serviciilor de audit intern se face în conformitate cu Standardele, a căror obligativitate este subliniată prin cuvântul „trebuie". Totodată, în Standarde se utilizează termenul „ar trebui", pentru cazul în care se așteaptă conformitatea, cu excepția situației în care, atunci când se aplică raționamentul profesional, circumstanțele justifică devierea.

Auditul intern este efectuat în interesul conducerii, de o persoană sau un grup de persoane care aparțin corporației. El poate fi focalizat pe documentele financiar-contabile, operațiunile de gestiune, precum și pe calitatea activității manageriale. Spre deosebire de auditul extern, care desemnează intervenția unei persoane sau a unui grup de persoane din afara întreprinderii, auditul intern presupune cunoașterea mediului corporației. Pe această bază auditorul intern poate să facă analize aprofundate, permanente și să elaboreze planuri strategice de acțiune. În cazul auditului extern, primează competența specialiștilor, experiența în materie de proceduri și independența totală față de corporație.

Auditul intern se derulează pe mai multe etape, cum sunt: acceptarea angajamentului de audit; orientarea și planificarea auditului; aprecierea controlului intern; controlul conturilor și al situațiilor financiare; concluziile auditului și raportarea.

Auditarea și raportarea sunt procese complexe, iar orice auditor sau entitate de audit trebuie să respecte anumite principii profesionale, astfel încât rezultatele muncii sale să corespundă realității și să aibă utilitate. **Principiile** profesionale[1] sunt următoarele: profesionalism, independență, integritate, confidențialitate, identificarea sursei, regularitate, conformitate cu legea.

Conform **principiului profesionalismului**, elementul esențial al procesului de audit îl constituie competența profesională necesară în vederea îndeplinirii corespunzătoare a sarcinilor specifice auditului. Auditorii trebuie să fie specialiști în domeniile în care desfășoară activități de audit. **Principiul independenței** este unul dintre cele mai importante, deoarece entitatea de audit și auditorul trebuie să fie total independenți de entitatea audiată sau de clienți. Numai în aceste condiții vor putea colecta și prelucra

[1] www.omnisolutions.ro/ro/consultanta/?principii-de-audit.

date pe care le vor analiza în mod obiectiv şi imparţial, şi pe baza cărora îşi vor fundamenta soluţiile. Practica demonstrează că entitatea de audit este schimbată după trei-cinci ani de colaborare.

Principiul integrităţii este în strânsă legătură cu asigurarea credibilităţii rezultatelor exerciţiilor de audit şi raportare. Corectitudinea unui auditor nu ţine doar de competenţa sa profesională şi independenţa cu care realizează un angajament de audit, ci şi de asumarea unei poziţii de onestitate, care nu îi permit să accepte un proiect pe care nu îl poate finaliza sau faţă de care se află într-un conflict de interes. La rândul său, principiul confidenţialităţii se încadrează în tactica obişnuită a unui auditor, deoarece în contractul încheiat se regăsesc clauze de confidenţialitate. Confidenţialitatea nu ţine neapărat de reglementarea contractuală, ea reprezintă o obligaţie formală care măreşte profesionalismul auditorului. Astfel, toate informaţiile legate de un angajament de audit sunt tratate cu maximă confidenţialitate şi nu sunt transmise unei terţe persoane, deoarece ar pune în pericol însuşi angajamentul de audit.

Principiul identificării sursei se referă la faptul că pentru orice informaţie colectată în timpul proceselor de auditare trebuie ca sursa să fie identificabilă şi validă. Acest lucru se leagă şi de ideea că informaţiile trebuie să fie relevante pentru obiectul auditului. În fine, **principiul conformităţii** cu legea are ca cerinţă de bază faptul că munca auditorului trebuie întotdeauna să respecte şi să urmeze reglementările şi standardele în vigoare. Unele categorii de audit (auditul financiar, auditul de calitate) sunt reglementate fie juridic (prin convenţii internaţionale şi legi locale), fie prin standarde specifice.

În ţara noastră s-au făcut eforturi de îmbunătăţire a cadrului normativ atât pentru redefinirea conceptului de control intern, cât şi a celui de audit intern[1]. Astfel, controlul intern reprezintă ansamblul politicilor[2] şi procedurilor concepute şi implementate de managementul şi personalul organizaţiei în vederea: atingerii obiectivelor, respectării regulilor externe şi a politicilor manageriale, protejării bunurilor şi informaţiilor, prevenirii şi depistării fraudelor şi greşelilor, precum şi asigurării calităţii documentelor

[1] Este vorba de legea nr. 672/2002 privind auditul public intern, precum şi de OMFP nr. 946/2005 pentru aprobarea controlului intern, cuprinzând standardele de management şi control intern la entităţile publice şi pentru dezvoltarea sistemelor de control managerial elaborate de Ministerul Finanţelor Publice sub impulsul Comisiei Europene, elemente care pot fi asimilate, parţial, cu legea Sarbanes-Oxley din SUA, prezentată în capitolul 2.

[2] Ghiţă, M. – *op. cit.*, p. 110.

financiar-contabile. Spre deosebire de controlul intern, auditul intern este activitatea funcțional-independentă și obiectivă, care dă asigurări și consiliere conducerii pentru buna administrare a veniturilor și cheltuielilor publice, perfecționând activitățile entității publice; ajută (asistă) entitatea publică să își îndeplinească obiectivele printr-o abordare sistematică și metodică, ce evaluează și îmbunătățește eficiența și eficacitatea sistemului de conducere bazat pe gestiunea riscului, a controlului și a proceselor de administrare (guvernanței corporatiste).

4.5. Responsabilitatea socială corporativă și principiile raportării sociale

4.5.1. Cadrul instituțional al responsabilității sociale corporative

Pentru adepții dezvoltării durabile, responsabilitatea socială a corporației (*Corporate Social Responsability* – CSR) este un concept care desemnează responsabilitatea agenților economici față de consecințele sociale și de mediu ale activităților sale. Prin intermediul responsabilității sociale a corporației, întreprinderea integrează preocupările sociale, de mediu, economice în propriile activități și se angajează să nu mai promoveze risipa și practicile de exploatare nerațională din industrie, deoarece nu mai sunt acceptate de cetățenii planetei. CSR nu este și nu trebuie să fie separată de strategia și operațiunile comerciale ale companiilor, care au datoria de a integra preocupări sociale și de mediu în conținutul respectivelor documente.

Din start se constată că atât CSR, cât și dezvoltarea durabilă sunt subiecte controversate pentru că deși la nivel global se conștientizează acutizarea problemelor de poluare a mediului, încălzirea globală etc., iar marile corporații sunt considerate principalele responsabile, eforturile de schimbare se limitează adesea la simple declarații de intenție. De exemplu, OECD a elaborat în anul 1976 principii directoare (un fel de precursori ai CSR), revizuite în anul 2000, care se adresează întreprinderilor multinaționale. Acestea au rămas simple declarații de intenție, pentru că nu au nicio putere de constrângere, deci nu exercită presiuni asupra corporațiilor pentru a le aplica.

Cu toate acestea, subiectul a devenit de mare interes după anul 2002, iar începând cu anul 2005 s-au întreprins măsuri concrete, care au avut puterea să depăşească aspectele convenţionale, formale, fără o finalitate concretă. Astfel, cu ocazia summit-ului de la Johannesbourg (2002), temele CSR au fost abordate de participanţi (corporaţii, instituţii financiar-bancare, politicieni) şi au trecut pe agenda curentă a mediului instituţional.

Din rândul organizaţiilor internaţionale, **ONU** coordonează un parteneriat[1] public – privat între UNEP (United Nations Environment Program – Programul Naţiunilor Unite pentru Mediu) şi 170 de bănci, între care se pot menţiona Deutsche Bank, HSBC, UBS, Dresdner Kleinworth Wasserstein, Goldman Sachs. Parteneriatul analizează aspectele financiare reprezentative ale mediului, dimensiunea socială a guvernanţei corporatiste şi urmăreşte identificarea celor mai bune soluţii pentru securizarea procesului de evaluare.

La începutul anului 2005, Naţiunile Unite au convenit, împreună cu un grup de 20 dintre cei mai mari investitori instituţionali mondiali, să negocieze un set de **Principii ale responsabilităţii investiţionale**. Principiile au fost date publicităţii într-un raport în anul 2006 şi reprezintă un ghid pentru investiţiile comunitare privind modul în care se pot încorpora problemele sociale şi de mediu ale guvernanţei, în fundamentarea deciziilor de investiţii şi în procesul de conducere. Acest ghid a avut un imens impact global, fiind asumat şi semnat de peste 1.500 de corporaţii care sunt afiliate la Federaţia Mondială a Burselor de Valori, în vederea promovării principiilor CSR pe pieţele de capital.

La rândul său, **Banca Mondială** a elaborat şi a publicat un set de recomandări şi a propus un curs pentru sensibilizarea întreprinderilor, în vederea aplicării conceptului de CSR. Cursul a fost donat la peste 12.000 de persoane din întreaga lume.

În acelaşi context, **Comisia Europeană** susţine o politică de conformare voluntară în privinţa CSR şi şi-a intensificat eforturile în acest sens, după anul 2006, susţinând o abordare interactivă cu implicarea atât a marilor corporaţii, cât şi a întreprinderilor mici şi mijlocii. În acest sens, Comisia Europeană a elaborat un regulament detaliat cu procedurile care permit participarea voluntară a întreprinderilor la sistemul de management al mediului şi de audit, precum şi punerea la dispoziţia publicului a rezultatelor obţinute.

[1] Clarke, T. – *op. cit.*, p. 268.

În fine, **Parlamentul European** a organizat o dezbatere publică asupra CSR în martie 2007, prin care a solicitat modificarea Directivei dreptului societăților în acest sens. Astfel, corporațiile trebuie să includă în conturile anuale ale anumitor forme ale societăților, pe lângă informațiile financiare,și informații sociale și de mediu. Acestea trebuie canalizate pe două direcții, și anume:

- pilonul mediu (compatibilitatea cu mediul, realizarea obiectivelor cantitative etc.);
- pilonul social (accidente, lupta contra discriminării, angajamente în materie de formare etc.).

Societățile de audit au datoria de a elabora metode și indicatori de cuantificare a acestor rezultate, iar comisarii de conturi își asumă, prin semnătură proprie, raportul elaborat care conține informații contabile, financiare, indicatori sociali și de mediu.

4.5.2. Realități și controverse privind responsabilitatea socială a corporațiilor

Responsabilitatea socială corporativă se fondează pe criterii de mediu, social, economic și de guvernanță. O gestiune corespunzătoare a CSR necesită din partea conducătorilor întreprinderii:

- o aprofundare pluridisciplinară asupra problemelor care gravitează în jurul criteriilor fondatorilor afacerii;
- transformarea informațiilor în rezultate, cu ajutorul analizei financiare;
- analiza riguroasă a modului de utilizare a informațiilor, care poate face obiectul unei validări interne și/sau externe, prin intermediul comisarilor de conturi;
- un plan de acțiune plurianual, defalcat pe criterii și adaptat cadrului sau obiectivelor alese care va fi monitorizat prin indicatori fiabili și obiectivi, cantitativi și calitativi.

Primul semnal al bunelor intenții din partea corporațiilor că se vor conforma acestui concept constă în schimbarea modului de realizare a investițiilor, de unde și expresia „investiții sociale responsabile" abordată anterior. Investitorii care proclamă acest principiu trebuie să definească într-o manieră generală propriile angajamente în materie de CSR. Conceptul de

investiții sociale responsabile s-a dezvoltat în lumea industrializată, la inițiativa organizațiilor interguvernamentale sau regionale, la scară mondială sau regională. El se traduce prin diferite niveluri de obligații sub formă de recomandări, norme voluntare, care urmează să se integreze în diferite grade în legislațiile naționale. În plus, impactul investițiilor asupra mediului este diferit, în funcție de obiectul de activitate al corporației. La nivel global, în topul[1] primelor 250 de companii, 80% dintre ele lucrează în domeniile electronică și computere, utilități, automobile; petrol și gaze. Cea mai spectaculoasă dezvoltare, tot în top 250 mondial, a cunoscut-o sectorul financiar, în sensul că ponderea entităților care activează în acest domeniu a crescut de la 24% (2002) la 57% (2005), constatându-se o evoluție de peste 200%.

În **Europa**, Danemarca este prima țară care a impus obligativitatea întocmirii unui raport de mediu pentru marile întreprinderi (*Hard Law*), fiind urmată de Franța. Marea Britanie și Belgia au instituit modificări în dreptul societăților, introducând responsabilitatea socială corporativă în sarcina acționarilor. Primele evaluări ale rezultatelor implementate s-au realizat în anul 2006. Dincolo de înregistrarea anumitor ezitări din partea companiilor, s-a constatat, de exemplu, că în cazul celor 40 de societăți franceze reprezentative cotate (pe baza cărora se calculează indicele CAC-40), 90% au respectat legea. Dintre acestea, peste 53% au apelat, din considerente de asigurare, la un cabinet de audit; de asemenea, 11 dintre societăți au adoptat strategii de comunicare superficiale sau de manipulare a opiniei publice. Multe dintre corporații sunt de părere că aplicarea CSR are doar o rațiune utilitară („trebuie") și urmăresc să își amelioreze reputația publică.

Spre deosebire de Europa, în **SUA** a fost dificil de aplicat aceste reguli, deoarece corporația este „mașina externalizării perfecte" (după cum afirma Mitchell, în anul 2001), care este preocupată în primul rând de sănătatea sa financiară, și nu de sănătatea mediului. La nivel național, în topul primelor 100 de companii 50% lucrează, în ordinea clasamentului, în domeniile furnizării de utilități, minerit, chimie și produse sintetice, petrol și gaze, celuloză și hârtie. Dat fiind extrema diversitate a afacerilor efectuate, este dificil de găsit niște argumente care determină respectivele companii să aplice responsabilitatea socială. Însă un raport efectuat de KPMG, pe baza unui chestionar aplicat pe un eșantion reprezentativ de 201 entități din întreaga lume (din care 136 de companii și 65 de investitori instituționali), a evidențiat următoarele criterii care animă corporațiile în asumarea responsabilității sociale (a se vedea Tabelul nr. 19).

[1] Clarke, T. – *op. cit.*, p. 277.

Tabelul nr. 19. Criterii ale responsabilității sociale corporative (CSR)

Criterii CSR	%
Considerații economice	74
Considerații etice	53
Inovare și învățare	53
Motivarea angajaților	47
Managementul riscului și reducerea riscului	47
Accesul la capital sau creșterea valorii acționarilor	39
Reputația sau brandul	27
Poziția pe piață (îmbunătățirea acțiunii pe piață)	21
Întărirea relațiilor cu furnizorii	13
Economii de costuri	9
Îmbunătățirea relațiilor cu autoritățile guvernamentale	9
Altele	11

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 277.

După cum se observă din Tabelul nr. 19, primul criteriu este cel economic care are și ponderea cea mai mare (74%), fiind urmat la egalitate de considerații de natură etică, respectiv de inovare-învățare (53%). Este interesant că accesul la capital sau creșterea valorii acționarilor, precum și poziția pe piață nu se află pe primele locuri în răspunsurile date de directorii executivi. La nivel global, importanța responsabilității sociale corporative a cunoscut o creștere semnificativă. În acest sens, analizele efectuate pe baza chestionarului au mai arătat că:

- în Europa, 84% dintre directorii executivi au apreciat că SCR ocupă locul central în procesul decizional, față de 46% acum 5 ani;
- în SUA, 88% dintre directorii executivi au apreciat că SCR ocupă locul central în procesul decizional, față de 66% acum 5 ani;
- în Asia, 82% dintre directorii executivi au apreciat că SCR ocupă locul central în procesul decizional, față de 49% acum 5 ani.

Rezultatele confirmă realitatea, dacă sunt coroborate cu multitudinea rezoluțiilor adoptate de marile companii în direcția SCR (a se vedea Tabelul nr. 20).

Tabelul nr. 20. Rezoluții adoptate în contextul responsabilității sociale corporative

Compania	Rezoluția	Anul	Opoziția managementului	Vot (%)
Coca-Cola	Revizuirea impactului pandemiei SIDA asupra companiei	2004	Nu	97,9
Tyco International Ltd.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2004	Nu	92,2
Cintas Corp.	Revizuirea standardelor de vânzare-cumpărare	2004	Nu	91,5
Fifth Third Bancorp.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2004	Nu	62,8
Plum Creek Timber Co. Inc.	Raport asupra transparenței donațiilor politice	2005	Nu	56,2
Cooper Industries	Raport privind soluțiile sustenabilității	2003	Da	44,3
Dover	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2003	Da	42,8
JC Penney Co. Inc.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2003	Nu	93,3
Ryland Group Inc.	Raport privind inițiativa raportării globale	2004	Da	42,2
Gentex	Raport asupra diversității *board*-ului	2003	Da	39,2
Yum!Brands Inc.	Raport privind soluțiile sustenabilității	2005	Da	39,1
Yum!Brands Inc.	Raport privind soluțiile sustenabilității	2003	Da	39,0
Emerson Electric Co.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2005	Da	38,9
AGCO Corp.	Raport privind inițiativa raportării globale	2004	Da	38,3
Apache Corp.	Raport asupra reducerii efectului de seră	2004	Da	37,1
Advance Auto Parts Inc.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2005	Da	37,1
Yum!Brands Inc.	Raport privind soluțiile sustenabilității	2004	Da	32,9

Compania	Rezoluția	Anul	Opoziția managementului	Vot (%)
CenterPoint Energy	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2003	Da	32,2
Gilead Sciences Inc.	Revizuirea impactului pandemiei SIDA asupra companiei	2005	Da	31,7
Triquent Semiconductor	Raport privind producția de rachete balistice de apărare	2003	Da	31,5
Anadarko Petroleum Group	Raport asupra reducerii efectului de seră	2004	Da	31,4
Cooper Cameron Corp	Raport privind inițiativa raportării globale	2004	Da	30,4
Delphi	Raport asupra standardelor globale	2003	Da	30,1
Home Depot Inc.	Raport privind asigurarea egalității de tratament	2005	Da	30,0
Exxon Mobile Corp.	Acceptarea orientării sexuale diferite a persoanelor	2005	Da	29,5

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, pp. 294-295.

Pe de altă parte, în practică se constată un comportament duplicitar al anumitor companii, adepte ale unui limbaj dublu, corect pentru opinia publică, total diferit în realitate. De exemplu, compania McDonald's reprezintă un caz de comportament paradoxal, deoarece a fost aspru criticată pentru nerespectarea eticii în afacerile sale, fiind dată în judecată pentru rele tratamente aplicate angajaților, publicitate agresivă, tratament crud al animalelor. Tot probleme cu justiția are și compania Wal-Mart, pe fondul unor neînțelegeri de natură socială. O atitudine lipsită de etică a avut și compania Shell, în anul 2004, față de acționarii săi, când a raportat o evoluție necorespunzătoare a stocurilor sale petroliere care au influențat valoarea contabilă a companiei, în condițiile în care investitorii nu puteau verifica situația la fața locului. Este interesant că această companie europeană a fost considerată un fel de port-drapel al responsabilității sociale corporative, fiind adepta eticii și transparenței în afaceri.

În concluzie, corporațiile agreează și aplică, în general, conceptul de responsabilitate socială corporativă, însă sunt și cazuri de companii care practică un discurs dublu, asumându-și formal angajamente cu privire la dezvoltarea durabilă, dar pe care nu le respectă în totalitate.

4.5.3. Principiile raportării sociale şi implicaţiile lor asupra imaginii corporaţiei

Abordarea responsabilităţii sociale a corporaţiilor nu poate face abstracţie de raportarea socială, fiind două părţi ale aceluiaşi întreg, sistemul de etică şi conformitate. Aşadar, cele două elemente nu se pot confunda, raportarea socială cuprinzând ansamblul procesului de evaluare şi de comunicare a rezultatelor. Demersul raportării se încheie cu raportul final care prezintă concluziile procesului de raportare. Calitatea raportării asigură evaluarea şi comunicarea modului în care lucrează companiile, dar contribuie şi la edificarea credibilităţii, evitând formalismul.

Întrebarea care apare în mod firesc este dacă în acest proces se utilizează un model standard sau un model propriu de raportare. În practică, ambele variante sunt acceptate. Astfel, în lista eforturilor de a standardiza raportarea socială se înscriu Franţa şi Danemarca. Franţa[1] a introdus o reglementare prin care companiile sunt obligate să raporteze măsurile adoptate cu privire la consecinţele sociale şi de mediu ale activităţii lor. La rândul său, Danemarca a adoptat un plan de acţiune, care are forţa unei legi (după cum s-a precizat în paragraful anterior), pentru toţi cei care doresc să aplice politica guvernului privind dezvoltarea durabilă. În egală măsură, se aplică şi modelul standardizat, elaborat de Iniţiativa pentru Raportare Globală (Global Reporting Initiative), adoptat prin rezoluţii interne de unele corporaţii (prezentate în Tabelul nr. 20). În realizarea raportării sociale, se respectă următorii paşi[2]:

- realizarea auditului de etică şi conformitate;
- analiza categoriilor de *stakeholders* relevante pentru organizaţie şi impactul asupra lor;
- evaluarea dimensiunilor raportării sociale, care poate acoperi o perioadă de şase luni până la maxim un an;
- exerciţiul de raportare care se referă la: analiza indicatorilor, monitorizarea lor pe o perioadă determinată, colaborarea cu grupurile de *stakeholders* pentru a opera eventuale corecţii şi a preveni conflictele potenţiale, pe fondul anumitor nemulţumiri legate de valoarea rezultatelor;

[1] Ducu, C. (2008) – *Raportarea socială – un instrument indispensabil pentru companii*, www.responsabilitatesociala.ro/editoriale/raportarea-sociala-un-instrument-indispensabil-pentru-companii.html, 14.11.2008.

[2] *Idem.*

- comunicarea raportului final către manageri, publicarea pe site-ul organizației, transmiterea către grupurile de *stakeholders*. El include informațiile despre măsurile adoptate, precum și modul în care s-a realizat raportarea.

În vederea realizării raportării sociale într-o manieră corectă și credibilă, trebuie să se țină cont de următoarele principii, prezentate sintetic în Tabelul nr. 21.

Tabelul nr. 21. Principiile raportării sociale (sinteză)

Principiul	Conținut sintetic
Transparența	- dezvăluirea deplină a conținutului (procese, proceduri, ipoteze de lucru) în vederea asigurării credibilității raportului
Consultare *stakeholders*	- consultarea și colaborarea cu grupurile de *stakeholders* în elaborarea și evaluarea calității raportării
Atestare de către auditor	- înregistrarea, păstrarea, analiza și transmiterea documentelor către auditorul intern sau extern
Caracter complet	- cuprinderea tuturor informațiilor
Relevanță	- surprinderea tuturor aspectelor și ordonarea în funcție de gradul de importanță, astfel încât să prezinte interes pentru utilizatorii raportării
Context sustenabil	- menționarea contribuției (sub forma gradului de implicare) la rezolvarea problemelor ecologice, sociale și de altă natură care probează un aport consistent și valorizează, totodată, performanța corporației
Acuratețe	- raportul elaborat trebuie să dobândească un grad cât mare de precizie, iar erorile să fie cât mai mici
Neutralitate	- evitarea atitudinii de ascundere a informațiilor, prezentării incomplete sau deformate a realității
Comparabilitate	- facilitarea comparării cu rapoartele anterioare ale corporației sau cu rapoarte similare ale altor organizații, pentru a facilita comparația între întreprinderi (cu același obiect de activitate)
Claritate	- prezentarea informațiilor într-un mod clar, pe înțelesul cât mai multor utilizatori, în condițiile furnizării de detalii

Sursa: prelucrare după Clarke, T. – *op. cit.*, p. 303.

Eforturile de dezvoltare, implementare şi verificare a raportării sociale sunt de durată, iar analiza şi evaluarea trebuie să aibă un nivel adecvat de rigoare. Responsabilitatea corporaţiei nu este un simplu act voluntar, ci un act universal, care are misiunea de a rezolva paradoxul coexistenţei surplusului de produse, cu sărăcia şi nevoia disperată, epuizarea resurselor de energie şi distrugerea ecosistemului.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5. ANALIZĂ COMPARATIVĂ A IMPLEMENTĂRII PRINCIPIILOR GUVERNANȚEI CORPORATISTE ÎN ȚĂRILE CENTRALE ŞI EST-EUROPENE

5.1. Aplicabilitatea principiilor guvernanței corporatiste în țările centrale şi est-europene

5.1.1. Considerații generale privind utilitatea studiului şi dominantele cercetării

Problematica guvernanței corporatiste prezintă o importanță deosebită pentru țările centrale şi est-europene care, după anul 1990, au început reforme structurale dificile. Este evident că înainte de acest an, discuțiile despre guvernanța corporațiilor nu aveau obiect, deoarece nu existau acționari şi nici piețe de capital, statul asumându-şi rolul de proprietar unic în condițiile unei economii de comandă incompatibilă cu mediul concurențial.

Astfel, pentru ca guvernanța corporatistă să aibă relevanță trebuiau implementate, în primul rând, două măsuri fundamentale: **privatizarea** fostelor întreprinderi de stat şi construirea unei **infrastructuri instituționale** adecvate, capabilă să asigure disciplina financiară într-un mediu de afaceri extrem de vulnerabil. Procesul de privatizare a reprezentat componenta de bază a reformelor structurale în țările centrale şi est-europene şi a cunoscut ritmuri diferite. Astfel, în Polonia, în perioada 1990-1992, peste 80%

BABEŞ-BOLYAI UNIVERSITY LIBRARY

din întreprinderile de stat au fost privatizate, iar în Ungaria 59%. În state ca Cehia sau Bulgaria, cele mai multe privatizări s-au efectuat în perioada 1990-1995, în timp ce în România privatizarea a început abia în anul 1992.

Cu sprijinul direct al OECD, Băncii Mondiale, Corporației Financiare Internaționale, precum și a Departamentelor de Stat și de Comerț ale SUA, statele centrale și est-europene au fost încurajate să adopte și să implementeze coduri de conduită și principii de guvernanță corporatistă. După anul 2002, statele centrale și est-europene au început să conștientizeze faptul că implementarea guvernanței corporatiste contribuie la: reducerea riscului, stimularea performanței, îmbunătățirea accesului întreprinderilor pe piețele de capital, consolidarea poziției de piață a firmelor, profesionalizarea managementului, demonstrarea transparenței și a responsabilității sociale. Totodată, guvernanța corporatistă a fost privită ca un act obiectiv necesar pentru depolitizarea procesului decizional, protecția intereselor acționarilor minoritari și stoparea distrugerii patrimoniului societăților comerciale, după încheierea procesului de privatizare în masă, prin așa-numita tactică a „scoicii/cochiliei" goale. Tactica „scoicii/cochiliei" goale reprezintă o manevră prin intermediul căreia patrimoniul unei societăți este transferat altor părți prin:

- vânzarea abuzivă a activelor critice ale societății;
- utilizarea activelor unei societăți drept garanție colaterală pentru creditele obținute de către acționarii majoritari;
- transferul prin fuziuni și divizări al activelor unor firme controlate de către unii dintre acționarii existenți, administratori sau conducere.

Însă unul dintre postulatele cel mai greu de acceptat a fost acela că funcția principală a organelor de conducere ale unei companii este de a promova interesul corporației, iar sarcina principală constă în maximizarea valorii acționarilor.

În prezent, OECD și Banca Mondială sunt cele mai importante entități care se preocupă de stadiul implementării principiilor guvernanței corporatiste și de aplicabilitatea codurilor de conduită în domeniu. Astfel, în anul 2004, OECD a conturat și publicat niveluri de referință ale unor indicatori care, în urma analizei, prelucrării și interpretării, atestă sau nu implementarea principiilor guvernanței corporatiste. Acești indicatori sunt importanți pentru investitori, decidenți, grupuri de *stakeholders*, iar corporațiile care țin cont de valoarea lor probează existența unui sistem puternic al guvernanței.

În anul 2006, Banca Mondială a dat publicității rezultatele unui studiu realizat pe baza unor eforturi impresionante de cercetare, care au cuprins perioada 2001-2006, în 17 țări aflate în tranziție. Studiul examinează schimbările produse în practicile guvernanței corporatiste, analizând modul în care se respectă principiile acesteia, structurate în următoarea ordine:

1. Protecția drepturilor acționarilor;
2. Tratamentul echitabil al tuturor acționarilor;
3. Rolul *stakeholders*;
4. Informare și transparență;
5. Responsabilitatea Consiliului de Administrație.

Pentru fiecare principiu s-au aplicat coeficienți de evaluare de la nivelul 1 (cel mai slab) la nivel 5 (cel mai bun), astfel:

O (*Observed*) – Observat, 5 puncte;
LO (*Largely Observed*) – Observat într-o mare măsură, 4 puncte;
PO (*Partially Observed*) – Parțial observat, 3 puncte;
MNO (*Materially Not Observed*) – Observat într-o mică măsură, 2 puncte;
NO (*Not Observed*) – Neobservat, 1 punct.

Implementarea fiecărui principiu este condiționată de acțiunea unor factori de influență specifici, în analiza de față fiind sintetizați doar cei mai importanți, spre deosebire de cercetarea Băncii Mondiale, care în evaluarea punctajelor finale îi ia în considerare pe toți. Studiul de față prezintă analiza principiilor guvernanței corporatiste în **11 țări** centrale și est-europene, din care 9 membre noi ale Uniunii Europene (Bulgaria, Cehia, Ungaria, Lituania, Letonia, Polonia, România, Slovacia, Slovenia) și 2 state din fosta Iugoslavie (Croatia și Bosnia-Herțegovina).

5.1.2. Protecția drepturilor acționarilor

Protecția drepturilor acționarilor este cel mai important principiu, iar modul său de implementare se verifică prin: implicarea acționarilor în procesul decizional, drepturile de vot ale acestora și maniera de exercitare, dobândirea sau pierderea controlului asupra corporației prin intermediul pieței de capital. Implementarea acestui principiu în statele menționate anterior conduce la situații diverse, prezentate în Tabelul nr. 22.

Tabelul nr. 22. Principiul protecției drepturilor acționarilor

Nr. crt.	Țara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria		X			
2.	Cehia		X			
3.	Letonia		X			
4.	Lituania		X			
5.	România			X		
6.	Polonia	X				
7.	Slovacia			X		
8.	Slovenia		X			
9.	Ungaria			X		
10.	Croația		X			
11.	Bosnia și Herțegovina		X			

Sursa: McGee, R. (2008) – *Corporate Governance in Transition Economies*, Springer Science, New York, p. 22.

Conform datelor din Tabelul nr. 22, se observă că 7 din cele 11 țări analizate obțin câte 4 puncte fiecare, deoarece au calificativul LO. Calificativul cel mai bun îl înregistrează Polonia, în timp ce țara noastră obține 3 puncte datorită calificativului PO.

În ceea ce privește implicarea acționarilor în procesul decizional, precum și exercitarea drepturilor de vot (ca factori reprezentativi cu impact asupra principiului) se constată de asemenea o situație diversă (a se vedea Tabelul nr. 23).

Tabelul nr. 23. Participarea acționarilor la adoptarea deciziilor și în procesul de vot

Țara	Participarea acționarilor în procesul decizional					Exercitarea de către acționari a drepturilor de vot				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Bulgaria				X			X			
Cehia			X					X		
Letonia		X					X			
Lituania			X			X				

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

Țara	Participarea acționarilor în procesul decizional					Exercitarea de către acționari a drepturilor de vot				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
România		X					X			
Polonia		X					X			
Slovacia			X				X			
Slovenia		X					X			
Ungaria	X							X		
Croația			X				X			
Bosnia și Herțegovina				X			X			

Sursa: adaptare după McGee, R. – *op. cit.*, p. 24.

Conform datelor din Tabelul nr. 23 se constată că, în general, acționarii se implică în procesul de adoptare a deciziilor, Ungaria fiind singura care primește punctajul maxim pentru acest indicator. De asemenea, acționarii furnizează resurse și își exercită „într-o mare măsură" dreptul de vot, Lituania primind punctajul maxim. România înregistrează o poziție relativ constantă, de nivel mediu, iar calificativul său este „Observat într-o mare măsură". În ceea ce privește structura capitalului și distribuția controlului, studiul conchide că nu există riscul unor preluări ostile în companiile din cele 11 țări analizate, dat fiind faptul că finanțarea prin intermediul bursei de valori nu are o pondere semnificativă, deoarece piețele de capital din acest areal sunt emergente.

5.1.3. Tratamentul echitabil al tuturor acționarilor

Acest principiu are un rol deosebit pentru crearea unei atmosfere de bună înțelegere între acționari, ca urmare a egalității de tratament a acestora, prevenind conflictele potențiale dintre acționarii majoritari și cei minoritari sau străini. În Tabelul nr. 24 este prezentat nivelul fiecărui coeficient atribuit statelor analizate.

BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITARĂ LIBRARY

Tabelul nr. 24. Analiza principiului tratamentului echitabil al tuturor acţionarilor

Nr. crt.	Ţara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria		X			
2.	Cehia			X		
3.	Letonia		X			
4.	Lituania		X			
5.	România			X		
6.	Polonia		X			
7.	Slovacia		X			
8.	Slovenia		X			
9.	Ungaria		X			
10.	Croaţia			X		
11.	Bosnia şi Herţegovina			X		

Sursa: McGee, R. – *op. cit.*, p. 30.

În urma analizei se constată o distribuţie focalizată pe doi coeficienţi: LO – 7 state şi PO – 4 state. Predomină calificativul „Observat într-o mare măsură", faţă de „Parţial observat". Rezultatele obţinute sunt bazate, în mare parte, pe influenţa a doi factori principali, cuantificaţi prin diferite niveluri de apreciere şi prezentaţi în Tabelul nr. 25:

- protecţia acţionarilor minoritari faţă de abuzurile acţionarilor majoritari;
- distribuţia de documente şi materiale de interes către toţi acţionarii.

Tabelul nr. 25. Factori cu impact asupra principiului asigurării tratamentului echitabil al acţionarilor

Ţara	Protecţia acţionarilor minoritari faţă de abuzurile acţionarilor majoritari					Distribuţia de documente şi materiale de interes către toţi acţionarii				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Bulgaria		X								X
Cehia				X					X	
Letonia		X					X			

Țara	Protecția acționarilor minoritari față de abuzurile acționarilor majoritari					Distribuția de documente și materiale de interes către toți acționarii				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Lituania		X					X			
România		X						X		
Polonia		X						X		
Slovacia			X				X			
Slovenia		X						X		
Ungaria		X						X		
Croația		X					X			
Bosnia și Herțegovina			X						X	

Sursa: adaptare după McGee, R. – *op. cit.*, p. 31.

Analiza celor doi factori evidențiază o situație mult mai bună a protecției acționarilor minoritari față de distribuția de documente și materiale de interes către toți acționarii. În privința protecției acționarilor minoritari față de abuzurile acționarilor majoritari, 8 state analizate primesc calificativul LO, respectiv câte 4 puncte. În legătură cu cel de-al doilea factor, distribuția rezultatelor este realizată pe 4 niveluri de apreciere, în care se constată că:

- 4 state (Letonia, Lituania, Slovacia, Croația) primesc câte 4 puncte și calificativul LO;
- 4 state (România, Polonia, Slovenia, Ungaria) primesc câte 3 puncte și calificativul PO;
- în cazul Bulgariei se folosește pentru prima dată în analiză calificativul NO, iar în Cehia indicatorul este realizat într-o mică măsură;
- cumulat pe cei doi factori, punctajele cele mai mici sunt acordate Bulgariei (5 puncte), respectiv Cehiei (4 puncte).

5.1.4. *Rolul* stakeholders

Categoriile de *stakeholders* au dreptul să fie informați cu privire la activitatea desfășurată și rezultatele întreprinderii, iar interesele lor trebuie protejate, inclusiv în baza responsabilității sociale corporative. În analiza

acestui principiu s-a pornit de la problema **recunoaşterii** sale de către sistemele de guvernanţă corporatistă ale celor 11 state (Tabelul nr. 26). Ulterior s-au avut în vedere doi factori reprezentativi care concură la buna implementare a principiului:

- oportunităţi pentru soluţionarea eficientă a plângerilor grupurilor de *stakeholders* (Tabelul nr. 27);
- sporirea performanţei mecanismelor de participare activă a *stakeholders* în procesul decizional (Tabelul nr. 27).

Pe baza datelor din Tabelul nr. 26, recunoaşterea principiului este realizată pe 4 niveluri de evaluare: O, LO, PO, MNO.

Tabelul nr. 26. Principiul rolului grupurilor de interese *stakeholders*

Nr. crt.	Ţara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria			X		
2.	Cehia				X	
3.	Letonia		X			
4.	Lituania		X			
5.	România		X			
6.	Polonia	X				
7.	Slovacia		X			
8.	Slovenia		X			
9.	Ungaria		X			
10.	Croaţia		X			
11.	Bosnia şi Herţegovina		X			

Sursa: McGee, R. – *op. cit.*, p. 36.

Conform datelor din Tabelul nr. 26, rolul grupurilor de *stakeholders* este recunoscut pe scară largă în 9 din cele 11 state analizate, excepţie făcând Bulgaria şi Cehia, unde se constată îndeplinirea parţială, respectiv redusă a cerinţelor principiului. În privinţa factorilor principali cu impact asupra bunei implementări a principiului se constată că:

- plângerile depuse de grupurile de *stakeholders* sunt soluționate pe scară largă în Letonia, Lituania, România, Slovenia, Slovacia, Ungaria, Bosnia și Herțegovina;
- mecanismele de participare activă a *stakeholders* în procesul decizional au premise bune de implementare în statele analizate.

Tabelul nr. 27. Factori cu impact asupra principiului respectării rolului *stakeholders*

Țara	Oportunități pentru soluționarea eficientă a plângerilor grupurilor de *stakeholders*					Sporirea performanței mecanismelor de participare activă a *stakeholders* în procesul decizional				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Bulgaria			X					X		
Cehia			X					X		
Letonia		X					X			
Lituania		X				X				
România		X							X	
Polonia	X					X				
Slovacia		X					X			
Slovenia		X					X			
Ungaria		X					X			
Croația				X					X	
Bosnia și Herțegovina		X						X		

Sursa: adaptare după McGee, R. – *op. cit.*, p. 38.

Din Tabelul nr. 27 se mai poate observa că la primul factor țara noastră obține un rezultat bun, în timp ce la al doilea nivelul de implementare este redus, deoarece grupurile de interese (*stakeholders*) reprezintă o noțiune puțin cunoscută în cultura guvernării corporative din țara noastră. În România se întâlnesc numai două categorii de grupuri de interese ale căror interese sunt luate în considerare în procesul decizional: salariații și creditorii. Cu toate acestea, nici unul nu este tratat în mod sistematic de către Consiliile de Administrație ca grup de interese legitime.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5.1.5. Informare și transparență

Implementarea acestui principiu cade în sarcina conducerii corporației, care este direct responsabilă atât pentru calitatea informațiilor puse la dispoziția celor interesați, cât și pentru modul în care colaborează cu auditorii interni și externi. Studiul Băncii Mondiale pornește de la necesitatea informării la timp și într-o manieră corectă a tuturor părților interesate, analizându-se standardele de audit și de diseminare a informațiilor. Rezultatele analizei modului de implementare a acestui principiu sunt prezentate în Tabelul nr. 28.

Tabelul nr. 28. Principiul informării și transparenței

Nr. crt.	Țara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria			X		
2.	Cehia			X		
3.	Letonia		X			
4.	Lituania			X		
5.	România			X		
6.	Polonia		X			
7.	Slovacia				X	
8.	Slovenia			X		
9.	Ungaria		X			
10.	Croația				X	
11.	Bosnia și Herțegovina				X	

Sursa: McGee, R. – *op. cit.*, p. 42.

Conform datelor din Tabelul nr. 28, statele analizate au probleme în privința asigurării transparenței și accesului la informare, coeficientul cel mai bun înregistrat într-o mai mare măsură fiind doar „Parțial observat". De asemenea, cele două state din fosta Iugoslavie, precum și Slovacia au primit calificativul „Observat într-o mică măsură". Implementarea principiului este condiționată de acțiunea mai multor factori, cei mai importanți fiind:

- independența auditului (Tabelul nr. 29);
- onestitatea, punctualitatea și eficiența costului accesului la informații (Tabelul nr. 29).

Tabelul nr. 29. Factori cu impact asupra principiului informării și transparenței

Țara	Independența auditului					Onestitatea, punctualitatea și eficiența costului accesului la informații				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Bulgaria			X					X		
Cehia		X					X			
Letonia			X				X			
Lituania				X			X			
România				X				X		
Polonia			X			X				
Slovacia			X					X		
Slovenia			X				X			
Ungaria			X			X				
Croația				X					X	
Bosnia și Herțegovina			X					X		

Sursa: adaptare după McGee, R. – *op. cit.*, p. 44.

Conform datelor analizate, asigurarea independenței auditului pare a fi problema cea mai gravă – nici un stat nu are calificativ maxim, cel mai bun fiind „Parțial observat" (7 cazuri). România are un calificativ slab, „Observat într-o mică măsură", în această situație fiind Lituania și Croația. Cel de-al doilea factor nu creează mari probleme, având în vedere că sunt două state (Ungaria, Polonia) care primesc calificativ maxim. De asemenea, se înregistrează o distribuție uniformă, cu câte 4 state, atât la calificativul „Observat într-o mare măsură", cât și la calificativul „Parțial observat" (între care și România).

5.1.6. Responsabilitatea Consiliului de Administrație

Consiliul de Administrație reprezintă piatra de temelie a sistemului de guvernare corporativă, iar rolul său constă în controlul și supravegherea activității managerilor. Rezultatele analizei modului de implementare a acestui principiu sunt prezentate în Tabelul nr. 30.

Tabelul nr. 30. Principiul responsabilității Consiliului de Administrație

Nr. crt.	Țara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria				X	
2.	Cehia			X		
3.	Letonia			X		
4.	Lituania		X			
5.	România			X		
6.	Polonia		X			
7.	Slovacia			X		
8.	Slovenia		X			
9.	Ungaria			X		
10.	Croația		X			
11.	Bosnia și Herțegovina				X	

Sursa: McGee, R. – *op. cit.*, p. 48.

Din datele prezentate rezultă că în statele analizate Consiliul de Administrație își îndeplinește într-o manieră parțială, limitată, îndatorirea de a acționa într-o manieră responsabilă și atentă. Implementarea principiului este condiționată de acțiunea mai multor factori, între care se pot menționa:

- conformarea față de lege (Tabelul nr. 31);
- deplina realizare a funcțiilor (Tabelul nr. 31);
- independența administratorilor față de manageri (Tabelul nr. 32).

Tabelul nr. 31. Factori cu impact asupra principiului responsabilității *board*-ului

Țara	Conformarea față de lege					Deplina realizare a funcțiilor				
	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1	O 5	LO 4	PO 3	MNO 2	NO 1
Bulgaria				X					X	
Cehia			X					X		
Letonia	X							X		
Lituania		X					X			
România		X							X	

BIBLIOTECA UNIVERSITY LIBRARY

Polonia			X					X		
Slovacia		X							X	
Slovenia		X							X	
Ungaria		X							X	
Croația		X							X	
Bosnia și Herțegovina			X					X		

Sursa: adaptare după McGee, R. – *op. cit.*, p. 50.

Datele prezentate evidențiază o situație contradictorie; pe de o parte există conformare față de lege în mare măsură, dar pe de altă parte *board*-ul nu își îndeplinește complet funcțiile. Acesta înseamnă că acțiunea sa are un pronunțat caracter formal, adică sunt reglementări, dar nu se aplică în mod concret. În ceea ce privește independența administratorilor de manageri, se constată caracterul limitat și chiar redus al acesteia (a se vedea Tabelul nr. 32).

Tabelul nr. 32. Independența administratorilor față de manageri

Nr. crt.	Țara	O	LO	PO	MNO	NO
1.	Bulgaria				X	
2.	Cehia			X		
3.	Letonia		X			
4.	Lituania		X			
5.	România				X	
6.	Polonia			X		
7.	Slovacia				X	
8.	Slovenia			X		
9.	Ungaria			X		
10.	Croația				X	
11.	Bosnia și Herțegovina			X		

Sursa: McGee, R. – *op. cit.*, p. 51.

Conform datelor din Tabelul nr. 32, independența Consiliului de Administrație este serios pusă sub semnul întrebării, dacă se ține cont de faptul că în patru cazuri (între care și România) se acordă calificativul „Observat într-o mică măsură". Calificativul care predomină este „Parțial observat" (5 state)

şi susţine situaţia formală în care acţionează *board*-ul, după cum s-a arătat anterior.

În urma centralizării rezultatelor, numai din Tabelele nr. 22, 24, 26, 28, 30 şi a transformării calificativelor în puncte, se obţine un clasament al celor 11 state analizate, prezentat în Tabelul nr. 33.

Tabelul nr. 33. Situaţia implementării principiilor guvernanţei corporatiste (punctaj cumulat)

Nr. crt	Ţara	P I	P II	P III	P IV	P V	Total	Loc ocupat
1.	Bulgaria	4	4	3	3	2	16	V
2.	Cehia	4	3	2	3	3	15	VI
3.	Letonia	4	4	4	4	3	19	II
4.	Lituania	4	4	4	3	4	19	II
5.	România	3	3	4	3	3	16	V
6.	Polonia	5	4	5	4	4	22	I
7.	Slovacia	3	4	4	2	3	16	V
8.	Slovenia	4	4	4	3	4	19	II
9.	Ungaria	3	4	4	4	3	18	III
10.	Croaţia	4	3	4	2	4	17	IV
11.	Bosnia şi Herţegovina	4	3	4	2	2	15	VI

Datele centralizate conduc la obţinerea unei ierarhii cu 6 trepte, de la punctajul cel mai mare, 22 de puncte (Polonia), la cel mai mic, 15 puncte (Cehia şi Bosnia-Herţegovina). România, conform acestei situaţii, se află pe locul 5 cu 16 puncte, la egalitate cu Slovacia şi Bulgaria.

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITARA LIBRARY

5.2. Standardele guvernanței corporatiste în România între respingere și acceptare

5.2.1. Realizări și obstacole în calea implementării standardelor de guvernanță corporatistă

Procesul de privatizare în România a evidențiat **necesitatea** implementării **regulilor guvernanței corporatiste**, cel puțin din două motive, îmbunătățirea practicilor de administrare a patrimoniului societăților comerciale privatizate, respectiv transferul controlului de la organismele politice către consilii de administrație specializate. O evoluție a numărului de contracte în procesul de privatizare din perioada 1992-2007 este prezentată în Tabelul nr. 34.

Tabelul nr. 34. Evoluția procesului de privatizare în România în perioada 1992-2007

Anul privatizării (1)	Total (2) din care:	Contracte monitorizate (3)	Contracte arhivate (4)	Contracte reziliate (5)
1992	1	1	0	0
1993	269	25	239	5
1994	615	152	457	6
1995	682	306	359	17
1996	1.641	767	536	338
1997	1.493	862	338	293
1998	1.694	774	653	267
1999	2.045	938	778	329
2000	1.496	847	473	176
2001	203	90	101	12
2002	287	169	96	22
2003	275	181	81	13
2004	110	84	21	5
2005	18	14	4	0
2006	70	66	4	0
2007	71	65	6	0
TOTAL	10.970	5.341	4.146	1.483

BCU "CAROL I" UNIVERSITY LIBRARY

(1) – anul semnării contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni;

(2) – numărul contractelor aflate în monitorizare post-privatizare, aferente fiecărui an de privatizare;

(3) – numărul contractelor aferente fiecărui an de privatizare aflate în monitorizare post-privatizare;

(4) – numărul contractelor aferente fiecărui an de privatizare asupra cărora a fost încetată monitorizarea post-privatizare începând cu anul 2001 (analiza contractelor în scopul încetării monitorizării post-privatizare a început în anul 2001 – „arhivare" – în urma îndeplinirii obligaţiilor contractuale);

(5) – numărul contractelor aferente fiecărui an de privatizare, reziliate ulterior intrării în monitorizare post-privatizare.

Sursa: www.avas.gov.ro, rapoarte anuale.

Se constată că din totalul de 10.970 de contracte încheiate au fost monitorizate doar 5.341 contracte (48,68%), în timp ce 1.483 contracte (13,51 %) au fost reziliate. Anul 1999 a marcat apogeul procesului de privatizare, datorită celor 2.045 de contracte încheiate (reprezentând 18,64% din total), în timp ce în anul 1992 s-a încheiat un singur contract de privatizare. Evoluţia procesului de privatizare a fost ascendentă până în anul 1999, după care a avut o evoluţie sinuoasă. În planul restructurării societăţilor comerciale la care Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului (AVAS) este acţionar, au fost realizate următoarele activităţi:

- analiza patrimoniului şi activităţilor comerciale din portofoliul AVAS aflate în dificultate economico-financiară;

- alegerea administratorilor speciali numiţi în conformitate cu prevederile Legii nr. 85/2006 privind procedura insolvenţei;

- restructurarea societăţilor comerciale la care AVAS este acţionar majoritar, cu disponibilizări colective de personal, în sensul prevederilor OUG nr. 116/2006, cu modificările ulterioare, care reglementează acordarea de plăţi compensatorii;

- aplicarea prevederilor OUG nr. 3/2007 referitoare la „programele de restructurare totală". În sensul acestui act normativ a fost definit programul de „restructurare totală", acel program întocmit de către societatea comercială cu capital majoritar de stat care cuprinde ca măsuri principale înstrăinarea unor active ori grupuri de active care concură la realizarea fluxului viabil al societăţii prin lichidare voluntară, precum şi prin disponibilizarea totală a personalului existent la data întocmirii acestuia.

Dincolo de efectele sale benefice, procesul de privatizare în masă a generat cotarea automată pe piața RASDAQ a unui număr prea mare de societăți, fapt ce a determinat un nivel redus de tranzacționare[1] a acțiunilor emise. Ulterior încheierii privatizării, numeroase societăți comerciale au fost delistate pentru a fi mai bine controlate de acționarul majoritar, fapt care poate genera abuzuri, după cum s-a și întâmplat. Astfel, acționarul majoritar a practicat majorări abuzive de capital, prin aporturi în natură, în vederea diluării participației acționarilor minoritari. De asemenea, a efectuat privatizări care ignorau acționarii minoritari, încălcând astfel principiul tratamentului echitabil al acționarilor. Totodată, acționarii majoritari au conceput mecanisme prin care împiedică participarea acționarilor minoritari la adunările generale ale acționarilor prin: anunțarea cu întârziere sau într-o formă lapidară a adunării, alegerea unui loc de desfășurare îndepărtat care presupune cheltuieli de deplasare importante, includerea unei taxe de participare, obligativitatea prezenței fizice a acționarilor respectivi sau impunerea unor proceduri de reprezentare complicate și birocratice, informarea parțială sau omisiunea deliberată privind agenda adunării.

La momentul constituirii societăților comerciale rezultate din transformarea fostelor întreprinderi de stat, statul a cedat proprietatea asupra bunurilor pe care le-a constituit ca aport la capitalul social al acestor societăți. Astfel, statul a devenit **titular** de acțiuni sau părți sociale, fiind îndreptățit la dividende și la recuperarea aportului în eventualitatea în care, în urma lichidării, societatea ar mai avea active.

Procesul de privatizare din România s-a confruntat cu o serie de dificultăți legate de constrângeri economice, dintre care lipsa de capital autohton a fost cea mai acută, constrângeri tehnice legate de lipsa de experiență sau lipsa unor reguli contabile, precum și problemele abuzurilor instituționale. În acest sens, una dintre problemele majore a constituit-o lipsa autonomiei noii societăți transformate față de AVAS, fostul FPS (Fondul Proprietății de Stat).

Faptul că adunarea generală a acționarilor la aceste societăți se constituie din reprezentanții AVAS adâncește această dependență față de stat, amputează autonomia deciziilor, mărește gradul lor de centralizare și de obedință. Abuzul statului ca acționar era reglementat prin lege, deoarece prin art. 21[2] din Legea societăților comerciale nr. 15/1990 s-a instituit

[1] Piperea, Gh. (2005) – *Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar*, Ed. All Beck, București, p. 578.

[2] *Idem*, p. 580.

regula conform căreia **statul era acționar unic** până la privatizarea parțială sau totală a societății comerciale respective, adunarea generală fiind exclusă. În context, atribuțiile adunării generale erau exercitate de consiliul împuterniciților statului, până la începerea procesului de privatizare.

După apariția primei legi a privatizării (Legea nr. 58/1991), consiliul împuterniciților statului a fost înlocuit cu Adunarea Generală a Acționarilor (AGA) și a fost instituit și Consiliul de Administrație. Faptul că membrii ambelor structuri de conducere erau numiți și nu aleși de către Fondul Proprietății de Stat, respectiv Fondul Proprietății Private, a creat o mare confuzie între AGA și Consiliu. În plus, societățile cu capital de stat lucrează cu foarte mulți angajați, această componentă socială devenind extrem de importantă în actul de management, inclusiv în problema negocierii clauzelor unui contract de privatizare.

În statele centrale și est-europene, protejarea forței de muncă angajate în societățile privatizate a afectat procesul de privatizare în măsuri diferite, pe măsura trecerii timpului. În primii ani ai procesului de privatizare, obiectivul păstrării nivelului inițial de ocupare a fost realizat indirect prin utilizarea metodei de privatizare MEBO[1], care garanta siguranța locului de muncă, derivate din dubla calitate de angajat și proprietar. După ce tranzacțiile prin MEBO au început să piardă teren, preocuparea de a evita ca societățile privatizate să genereze un șomaj semnificativ a început să fie reflectată prin prevederi legale introduse în acest scop în legislația privatizării.

Contractele de privatizare nu pot include în mod rezonabil clauze referitoare la situația salariaților. În plus, informarea salariaților despre perspectiva unor eventuale concedieri colective atunci când acestea sunt doar în stadiul de negociere determină sindicatele să întreprindă acțiuni pentru a bloca tranzacția. În fine, acordarea obligatorie de compensații personalului disponibilizat, fără a stipula în mod clar cui îi revine obligația plății acestor compensații, reprezintă o eroare politică generatoare de inflație, dar cu impact favorabil asupra electoratului.

La rândul său, veniturile salariale au fost instrumentul principal al negocierilor dintre autorități și sindicate, de multe ori majorările salariale nefiind corelate cu creșterea productivității muncii, guvernele de stânga preferând să accepte sporuri de venit fără acoperire în performanță, cu prețul rămânerii la putere. În perioada 1991-2008 (luna august), câștigurile

[1] MEBO (Management and Employees Buy-Out) reprezintă o formă de achiziție care constă în preluarea unei companii de către managerii și angajații firmei respective.

nete[1] au crescut în România de la 4.038 lei vechi la 12.770.000 lei vechi, în timp ce câștigurile brute au crescut de la 4.769 lei vechi la 17.280.000 lei vechi. Transformarea sindicatelor într-o forță redutabilă, pe fondul diluării autorității AGA și a Consiliului, a avut efecte negative asupra disciplinei financiare a companiilor de stat, care au beneficiat cu generozitate de ajutoare de stat, pentru a fi menținute în funcțiune, chiar în condițiile înregistrării de pierderi și absenței reformelor structurale necesare.

Implementarea regulilor guvernanței corporatiste a fost văzută și ca o modalitate „salvatoare" de a armoniza mediul de afaceri intern cu cerințele unei economii de piață funcționale. În anul 2001, au fost adoptate standarde de guvernanță corporatistă, prin Codul de Conducere și Administrare, având ca țintă societățile deținute public cotate la Bursa de Valori București. Reacția pieței a fost mai degrabă de respingere decât de acceptare, dat fiind conținutul și posibilele implicații ale codului.

Codul se referă[2] în principal la acționarii minoritari, ceilalți investitori fiind protejați prin informare periodică și continuă. Principiul protecției investitorilor se află la baza codului, precizând drepturile acestora (patrimoniale și nepatrimoniale), precum și obligațiile care le revin. Aplicabilitatea sa are o latură restrictivă, deoarece este destinat doar acelor societăți care sunt încadrate la categoria PLUS a Bursei de Valori, deși normele sale au caracter obligatoriu. Astfel, emitentul este obligat să le includă în actele sale constitutive, altfel va fi exclus de la categoria respectivă de tranzacționare.

În materie de aplicabilitate a standardelor de guvernanță corporatistă, România a făcut eforturi importante, dar analiza prezentată în paragraful anterior a plasat-o aproape de finalul clasamentului întocmit pentru cele 11 state la nivelul anului 2006. Cu acest prilej, Banca Mondială a avut recomandări punctuale pentru fiecare stat analizat. În cazul României s-au lansat două teme importante de reflecție: necesitatea sporirii rolului Consiliului de Administrație, respectiv necesitatea introducerii de comitete specializate care să consilieze *board*-ul, inclusiv asupra elaborării corecte și la timp a situațiilor financiare. De asemenea, s-a recomandat ca la ședințele Adunării Generale a Acționarilor ale companiilor listate să ia parte și auditorii externi, pentru a li se furniza explicații privind modul în care acționarii și-au onorat obligațiile investiționale prevăzute în contractele de privatizare.

[1] www.insse.ro:80/cms/rw/pages/castiguri91-2008.ro.do;jsessionid=0a02458c3.

[2] Piperea, Gh. – *op. cit.*, p. 587.

5.2.2. Implicații instituționale asupra încrederii investitorilor. Cazul FNI

Inițierea și dezvoltarea unei afaceri sunt influențate de starea de încredere a investitorilor față de capacitatea managerilor de a crea plusvaloare. Cultivarea încrederii investitorilor reprezintă misiunea principală a conducătorilor, pentru că riscul oricărei afaceri revine în primul rând furnizorilor de capital. Un manager care promite o creștere exagerat de mare a profiturilor, necorelate cu rata de creștere a economiei, trebuie privit cu circumspecție, chiar cu neîncredere, fie că vorbim de bănci, de corporații sau de fonduri de investiții.

Din acest punct de vedere, cazul Fondului Național de Investiții (FNI) este edificator sub aspectul încrederii investitorilor dusă la extrem, adică la naivitate. În același timp, această afacere a reușit să discrediteze în mare măsură atât piața de capital, cât și alte instituții financiar-bancare respectabile, cu tradiție în țara noastră. Prăbușirea FNI a evidențiat lipsurile, precum și lipsa de coerență a sistemului de reglementare și control al pieței de capital la acea dată, de care au profitat administratorii afacerii. În mod concret, în cadrul FNI s-au efectuat 3 prospecte[1] de emisiune, la 15 septembrie 1995, 14 iulie 1998, 21 ianuarie 2000. Cu toate că nici un prospect nu preciza banca depozitară, iar din acest motiv Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM) era obligată să refuze autorizarea prospectului, totuși le-a avizat de fiecare dată. Dacă nu s-ar fi acordat aceste avize favorabile, răul ar fi putut fi stopat de la început, fără a mai căpăta dimensiuni exponențiale.

Obligațiile băncii depozitare constau în certificarea existenței activelor fondului, precum și în calculul activelor și a creșterii/descreșterii unităților de fond. Dacă nu exista banca depozitară, emisiunile nu se puteau autoriza, iar fondul trebuia desființat. În plus, analizele efectuate ulterior au arătat că prospectul de emisiune dat cumpărătorilor de unități de fond nu coincidea cu cel avizat de CNVM, deoarece el conținea informații cu privire la garanțiile ce ar însoți emisiunile pentru a le face credibile, deși în realitate acestea nu existau. La aproape doi ani de la începerea activității, în toamna anului 1997, se încheie un contract între SOV Invest și Bankcoop, prin care sunt garantate investițiile membrilor, în sensul că banca se angaja să răscumpere unitățile de fond și să acopere lipsa temporară a lichidităților de fonduri. Contractul a fost încheiat pe o perioadă scurtă, dar investitorii nu au știut și nici CNVM nu s-a interesat. Interesul pentru contract a crescut

[1] Piperea, Gh. – *op. cit.*, p. 523.

după arestarea președintelui Bankcoop și, implicit, după falimentul acestei bănci, după care FNI și-a transferat conturile la Banca Agricolă.

Afacerea FNI a început să ia amploare la finele lunii noiembrie 1997, odată cu intrarea în structura acționariatului SOV Invest a Centrocoop (unul din acționarii semnificativi ai „proaspăt" falimentarei Bankcoop) și apoi a Băncii Agricole. Unul din președinții SOV Invest și-a vândut cota sa de 20% (140.000 de acțiuni) la un preț de 8 miliarde lei către Banca Agricolă. Noua conducere a Băncii Agricole a constatat că aceste acțiuni au fost dobândite în mod fraudulos și le-a transferat la Autoritatea de Valorificare a Activelor Bancare (AVAB), care le-a trecut pe lista activelor neperformante. Banca Agricolă a fost singura bancă depozitară, însă a reziliat pe cale unilaterală contractul cu FNI deoarece ar fi trebuit să calculeze valoarea activului net al fondului, iar administratorii acestuia nu au fost de acord. Ulterior, FNI și-a transferat conturile la Banca Comercială, acreditând falsa idee că aceasta ar fi noua depozitară a fondului.

În luna septembrie a anului 1998, SOV Invest se asociază cu Bancorex, prin Omniasig. Omniasig emite o poliță de asigurare pentru SOV Invest, prin care se obliga să plătească către FNI despăgubiri în valoare de 1 milion USD (echivalent cu 10 miliarde lei vechi la acea dată) dacă valoarea unităților de fond scade sub 10% față de valoarea de la data încheierii poliței. Contractul nu a fost depus la CNVM, dar a fost suspendat deoarece FNI nu a plătit decât prima rată din cele 4, asigurându-se doar pentru 3 luni, însă investitorii nu au știut acest amănunt. Opinia publică era dezinformată, iar cererile creșteau, astfel că cele 10 miliarde lei ar fi acoperit doar 1,3% din activele fondului la momentul noiembrie 1998.

Pe fundalul unui semnal de neîncredere lansat de AVAB, cum că aceste acțiuni nu sunt atât de profitabile (o altă bancă falimentară, Banca Populară Română, anunțând intenția de a le achiziționa), SOV Invest trimite scrisori la fiecare membru al FNI cu mențiunea: „În calitate de proprietar alături de Centrocoop, CEC este direct interesat de succesele dvs. Acest lucru ne-a determinat să preluăm munca de distribuție a unităților de fond, prin oficiile noastre din toată țara."[1]

Din luna noiembrie 1998, sigla „CEC Valori mobiliare" apare alături de FNI, dar este o afacere personală la care CEC a fost folosită drept paravan. Această societate s-a constituit cu acordul scris al Ministerului Finanțelor, preluând 70% din capitalul social al CEC, 77 de angajați și un fost președinte

[1] Piperea, Gh. – *op. cit.*, p. 525.

al acesteia. În anul 1999, CEC a cumpărat 20% din SOV (251,83 miliarde lei) și a încheiat contracte de garantare a investițiilor membrilor FNI.

Este de remarcat faptul că lichiditatea FNI era dimensionată pentru a „rezista" unui plan de răscumpărări. Astfel, în preajma sărbătorilor erau anunțate „zile de concediu" care nu erau date publicității, iar investitorii erau puși în fața faptului împlinit și nu mai reveneau pentru a-și retrage banii.

Funcționarea acestui fond a fost rezultatul unui șir îndelung de practici ilegale. În primul rând, CNVM a permis funcționarea fondului fără depozitar și nu a informat opinia publică despre acest aspect fundamental. În mod concret, CNVM trebuia să suspende operațiunile până când se găsea un depozitar. În al doilea rând, CNVM a permis ca timp de peste trei ani plasamentele pe acțiuni necotate ale FNI să nu se încadreze în limita legală de 10%, fără a-și exprima o poziție oficială față de acest lucru. În al treilea rând, este responsabil și cenzorul extern independent, care trebuia să avizeze întreaga structură de funcționare a unui fond deschis: existența depozitarului, modul de administrare, situațiile financiare.

Acest exemplu nu a fost singular, pentru că după anul 1990 au mai existat precedente periculoase ca falimentul fondului de investiții SAFI sau al jocului piramidal Caritas. Dar dincolo de aceste aspecte și de implicarea multor bănci, principalul vinovat este investitorul însuși, a cărui naivitate a fost perfect exploatată de către administratorii fondurilor, care l-au atras cu mirajul obținerii unor câștiguri nerealiste, deși în final s-au ales cu o pagubă imensă. Aproape în toate cazurile de falimente răsunătoare din România, cel care a plătit a fost contribuabilul, banii publici fiind soluția „miraculoasă" inclusiv pentru acoperirea „găurilor negre" din economia națională, pe fondul unei lipse de responsabilitate politică asumată.

În consecință, ca și puterea politică, și puterea economică trebuie limitată. Cu cât acționariatul este mai dispersat, cu atât controlul managerilor este mai mare. Totodată, orice acționar majoritar are tendința de a abuza de puterea sa de control. Așa după cum mecanismele politice democratice sunt menite să oprească abuzurile de putere, la fel acționează și guvernarea corporatistă pentru a proteja acționarli minoritari și investitorii de abuzurile managerilor. Totodată, orice investitor care dorește să își plaseze resursele disponibile în tranzacții financiare capabile să le sporească valoarea trebuie să dispună de o anume educație, din care se exclud certitudinea absolută și, mai ales, naivitatea.

6. CONVERGENȚA SISTEMELOR DE GUVERNANȚĂ CORPORATISTĂ: ÎNVĂȚĂMINTE DIN PRACTICILE ACTUALE

6.1. Analiza comportamentului corporațiilor sub incidența guvernanței corporatiste și a mecanismelor concurențiale. Studii de caz

6.1.1. Considerații generale

În calitate de entitate economică, întreprinderea este combinarea unui ansamblu de factori în scopul de a produce și de a schimba bunuri și servicii cu ceilalți agenți economici. Așadar, scopul său este acela de a transforma bunurile și serviciile dobândite în vederea furnizării de bunuri și servicii altor agenți economici. Activitatea întreprinderii este fondată pe operațiuni de producție și schimb. Printr-un comportament specific economiei concurențiale, întreprinderea, aflată în ipostaza de producător sau de consumator, exercită un rol activ în transformarea mediului.

În condițiile unei guvernanțe corporatiste slabe, concurența pe piețele de produse reprezintă un mecanism extern de control al activității managerilor, care disciplinează comportamentul întreprinderii prin intermediul amenințării cu înlăturarea companiilor ineficiente. Pe de altă parte, eficiența guvernanței corporatiste poate fi mărită prin intermediul competiției pe piață și invers. Realitatea demonstrează că atât competiția, cât și guvernanța sunt necesare într-un mediu de afaceri focalizat spre profit. Obține-

rea de profit nu justifică sub nicio formă comportamentul întreprinderii în afara sau la limita legii, din dorința de a-și consolida poziția pe piață.

Prin urmare, acțiunile guvernanței corporatiste și ale competiției au un caracter complementar. Așa după cum există o reglementare a standardelor guvernanței, există un drept al concurenței care are caracter evolutiv și compozit și utilizează ca instrument predilect de cercetare analiza de piață. Diferența dintre cele două este aceea că adesea guvernanța corporatistă este percepută ca având caracter voluntar, fiind mai degrabă un *soft law*, spre deosebire de reglementările în materie de concurență, mult mai dure sub aspectul constrângerii. Standardele de guvernanță impun agentului economic un anumit comportament atât pe piața bunurilor și serviciilor (mărfuri), cât și pe piața financiară. Atitudinea întreprinderii pe piața financiară este extrem de importantă, pentru că de acolo își procură resursele necesare pătrunderii și menținerii pe piața bunurilor și serviciilor, cultivând bunele raporturi cu furnizorii și clienții. Atât într-un caz, cât și în celălalt, piața sancționează comportamentele neconcurențiale care sunt dăunătoare competiției. De exemplu, înțelegerile (antantele) ilegale dintre agenții economici, precum și abuzul de poziție dominantă al acestora reprezintă comportamente anticoncurențiale, care se dezvoltă într-un context slab al guvernanței corporatiste. În același cadru pot fi invocate operațiunile de concentrare economică, în contextul luptei pentru putere de către acționari, care pot comite numeroase abuzuri, cum ar fi delistarea companiilor.

Din punct de vedere teoretic, listarea pe bursa de valori reprezintă un obiectiv important al oricărei corporații. În principiu, regulile conduitei în economia de piață se aplică și întreprinderilor necotate, dar sancțiunea sau recompensa exercită un impact imediat asupra cursului bursier al întreprinderilor cotate, ca urmare a gradului de expunere publică a acestuia. În prezent, interesul pentru listarea la bursă se manifestă îndeosebi la marile grupuri, pentru a avea acces rapid pe piața de capitaluri și pentru a-și exterioriza valoarea întreprinderii, evitând negocierile complicate cu finanțatorii privați. Astfel se extind plasamentele de „hârtie", explicabile prin mai multe elemente cu incidență diferită, cum ar fi:

- existența serviciilor analiștilor financiari care publică periodic studii fundamentate și induc investitorilor convingerea că acțiunile pe piață sunt raționale și creează un anume confort prin mecanismele facile de acces;

- logica sistemului de cotare permite directorilor financiari să tranzacţioneze activele financiare ale întreprinderii în funcţie de criteriile rentabilităţii şi riscului, fiind conştienţi că slaba gestiune va fi sancţionată printr-o slabă performanţă a cursului, urmată de iniţierea unei oferte publice de cumpărare, cu impact asupra structurii organelor de organizare şi conducere;

- existenţa de informaţii publice despre companiile listate şi accesul permanent pentru potenţialii investitori creează un grad ridicat de expunere publică, precum şi o responsabilitate mărită în privinţa imaginii întreprinderii în mediul de afaceri intern şi extern.

Listarea companiei la bursă este problema acţionarilor, înainte de a fi problema întreprinderii. Cotarea la bursa de valori prezintă anumite avantaje[1], între care se pot menţiona:

- sporirea notorietăţii întreprinderii faţă de partenerii săi (clienţi, furnizori etc.) care, dacă este bine susţinută printr-o comunicare financiară adecvată, poate genera efecte mult mai importante decât publicitatea comercială;

- posibilitatea de a face apel la resursele pieţei financiare, emiţând titluri financiare şi realizând operaţiuni de creştere externă, „plătind cu hârtie", iar o asemenea ipostază măreşte interesul oricărei companii;

- sporirea interesului colaboratorilor faţă de rezultatele întreprinderii (participare activă, remunerare cu pachete de acţiuni *stock-options*).

Cu toate aceste avantaje, cotarea la bursă nu aduce doar fericire şi bunăstare acţionarilor. Dacă marja de cotare a cursului este redusă, iar capitalizarea bursieră a întreprinderii este modestă (mai mică de 500 de milioane de euro, pe pieţele externe de capital), marii investitori instituţionali vor avea tendinţa de a renunţa la titlurile societăţii de tipul întreprinderilor mici şi mijlocii (*small and mid capital*). În asemenea condiţii, va spori volatilitatea titlurilor, fiind puţini investitori dispuşi să susţină cursul acestora. De aceea, atât în Marea Britanie, cât şi în Franţa, autorităţile publice şi-au unit eforturile pentru a crea facilităţi fiscale (în special pentru companiile de asigurări) cu scopul de a mări interesul de a investi în companiile cu o capitalizare redusă.

În concluzie, se poate aprecia că evidenţierea unor cazuri particulare (atât favorabile, cât şi mai puţin favorabile) care au atras atenţia specialiştilor şi

[1] Vernimmen, P. – *op. cit.*, p. 948.

opiniei publice, reprezintă niște învățăminte pentru corporații, din perspectiva îmbunătățirii practicilor guvernanței corporatiste și a comportamentului pe piață.

6.1.2. *Preluarea ostilă a companiei Mannesmann de către Vodafone – caz fără precedent în Germania*

Preluarea ostilă a companiei multinaționale Mannesmann AG de către operatorul britanic Vodafone Airtouch Plc, în anul 2000, a reprezentant un moment șocant pentru cultura guvernanței corporatiste germane. Pentru prima dată, această preluare ostilă a fost făcută pe piața liberă, asupra unei companii germane de vârf, și s-a plătit cel mai mare preț din istorie, respectiv 198 de miliarde de dolari (390 de miliarde de mărci germane, la acea dată). Operațiunea a fost posibilă după ce în septembrie 1999, grupul Mannesmann[1] a anunțat intenția de a separa cele două componente ale sale, Mannesmann Engineering and Automative și Mannesmann Telecommunications. Cele două entități urmau să constituie companii distincte și să realizeze până în anul 2001 o ofertă publică de acțiuni pentru activitatea de inginerie și componente de autovehicule, contribuind atât la dezvoltarea lor separată, cât și la cea a companiei-mamă.

Conducerea companiei a apreciat că prin această decizie strategică își deschidea calea spre lichiditățile pieței de capital, pentru a-și întări potențialul de finanțare, la fel ca și concurenții săi (Deutsche Telekom și France Telecom). Analiștii financiari au avut rețineri față de această mișcare, care ar fi slăbit compania și ar fi transformat-o în ținta unor preluări din partea concurenței, ceea ce s-a și întâmplat. O imagine de ansamblu asupra calendarului evenimentelor care au precedat operațiunea de preluare este prezentată în Tabelul nr. 35.

Tabelul nr. 35. Sinteza operațiunilor de preluare ostilă

Raport anual 1999	Mannesmann - 130.000 angajați - cifra de afaceri anuală: 20,45 miliarde USD; - coeficient de capitalizare bursieră PER: 56,1	Vodafone - 12.600 angajați - cifra de afaceri anuală: 5,62 miliarde USD - coeficient de capitalizare bursieră PER: 54,4

[1] Hurduzeu, Gh. (2003) – *Achiziții și fuziuni de firme. Cazuri celebre*, Ed. Economică, București.

Mai 1999	Klaus Esser devine președintele Consiliului de Directori și director executiv al companiei.
Octombrie 1999	Esser anunță separarea companiei pe cele două componente și face o ofertă de preluare a companiei Orange pentru suma de 36 miliarde USD, care este refuzată.
Noiembrie 1999	Vodafone face o ofertă de fuziune pentru toate acțiunile Mannesmann, oferind la schimb 43,7 acțiuni comune Vodafone pentru o acțiune Mannesmann. *Board*-ul Mannesmann respinge oferta.
Decembrie 1999	Vodafone urcă prețul la 53,7 acțiuni comune Vodafone pentru o acțiune Mannesmann. Oferta începea pe data de 24 decembrie 1999 și expira la 7 februarie 2000.
Februarie 2000	La data de 4 februarie 2000, Consiliul Director al Mannesmann acceptă oferta Vodafone, pentru suma de 198 miliarde USD, prin care o acțiune Mannesmann era evaluată la 353 EUR (350 USD). Oferta revizuită a fost de 58,96 acțiuni Vodafone pentru o acțiune Mannesmann.
August 2001	La ultima ședință a adunării generale a acționarilor Mannesmann se stabilește prin vot înlocuirea numelui Mannesmann cu Vodafone.

Notă: coeficientul de capitalizare bursieră PER se determină ca raport între cursul bursier al acțiunii și profitul pe acțiune.

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 405.

Surprinderea opiniei publice se datorează faptului că în faza inițială **toți actorii** implicați în această decizie **s-au opus fără rezerve**, având reacții dintre cele mai virulente.

În primul rând s-au opus acționarii (majoritari și minoritari). Aceștia erau nemulțumiți de faptul că Vodafone nu dorea să renunțe la poziția majoritară în cadrul noii firme, deoarece directorul companiei britanice declarase public că nu va ceda mai mult de 50% din acțiuni.

La rândul lor, acționarii minoritari puteau bloca achizițiile prin procese îndelungate deoarece legislația germană permite acest comportament. Până când nu se încheia procesul, compania achizitoare nu putea utiliza fluxurile de numerar ale firmei țintă și nici nu putea exercita controlul asupra acesteia. Același cadru legal în materie de guvernanță corporativă a prevăzut regula celor 5%, introdusă din anul 1970, care limitează drepturile de vot ale unui acționar și care ar fi dezavantajat profund compania Vodafone, deoarece ar fi trebuit să își găsească aliați printre ceilalți

investitori. Acționarul majoritar trebuia să dețină peste 75% din drepturile de vot pentru a exercita controlul asupra managerilor unei companii. Mai mult, reglementările pieței de capital germane nu recunosc achizițiile transnaționale, deci situația părea extrem de favorabilă companiei Mannesmann.

În al doilea rând, directorul executiv a declarat permanent că va ține cont de voința acționarilor și că dorește să păstreze independența companiei. În plus, îl nemulțumeau dezacordurile dintre cele două companii pe motive de natură tehnică. Astfel, compania Vodafone intenționa să renunțe la telefonia fixă din cadrul Mannesmann, în timp ce compania germană susținea necesitatea păstrării tuturor activităților de telefonie. Directorul executiv anunțase intenția de a colabora cu Deutsche Bank, în vederea creării unui parteneriat pan-european de operațiuni bancare pe internet, excluzând oferta Vodafone.

În al treilea rând, sindicatele susțineau acționariatul și nu doreau această tranzacție, iar forma de opoziție era chiar votul, deoarece ocupau 50% din locurile Comisiei de Supraveghere în cadrul companiei Mannesmann.

În al patrulea rând, politicieni importanți au făcut declarații acide la adresa companiei Vodafone. Conducătorul landului Renania de Nord, în care se afla sediul companiei, a declarat că niciodată Mannesmann[1] nu va deveni o filială a unei firme londoneze. Însuși Gerhard Schroeder, cancelarul Germaniei la acea dată, s-a opus deoarece un asemenea caz ar fi creat un precedent periculos, distrugând cultura națională a guvernanței corporatiste și principiul co-determinării sociale.

În mod firesc apare întrebarea cum de a fost posibilă această operațiune pe care, cel puțin la nivel declarativ, nimeni nu a vrut-o? Preluarea a fost ostilă pentru că venea din partea unui ofertant străin, considerat un agresor în mediul de afaceri, care trebuia să se lupte cu sindicatele și reglementările interne extrem de nefavorabile. În opinia noastră, apreciem că sunt doi factori de bază care au „măcinat" din interior mecanismul de apărare în fața preluării: decizia managerilor și dispersia exagerată a acționariatului.

Legat de management, este de remarcat schimbarea de atitudine a directorului executiv care inițial s-a opus tranzacției, dar ulterior, pe măsură ce compania Vodafone își suplimenta oferta, susținea că se oferă prea puțini bani. Pe măsură ce negocierile avansau, directorii declarau public că

[1] Hurduzeu, Gh. – *op. cit.*, p. 84.

acţionarii se vor opune, dar în umbră exercitau presiuni pentru încheierea acordului cu Vodafone. După finalizarea tranzacţiei, procurorii germani au început investigaţiile asupra a trei directori de la Mannesmann, care au primit eşalonat 56 de milioane de dolari de la compania Vodafone pentru a facilita preluarea. Investigaţiile au arătat că banii fuseseră acordaţi ilegal, deoarece compania Vodafone nu avea contracte încheiate cu directorii până la data încheierii fuziunii. Prin urmare, în anul 2004, un tribunal din Dusseldorf i-a condamnat la pedeapsa cu închisoarea astfel: Klaus Esser, fostul director executiv (2,5 ani), Joachim Funk, fostul preşedinte al Consiliului de Administraţie (3 ani), Josef Ackerman, membru în Consiliul de Administraţie şi Preşedinte al Deutsche Bank (2 ani).

În privinţa dispersiei acţionariatului, compania Mannesmann avut cea mai internaţionalizată structură a proprietăţii faţă de oricare altă companie germană (a se vedea Tabelul nr. 36). Or, această dispersie a blocat intenţia acţionariatului de a-şi construi o viziune unitară în privinţa preluării, fiind practic imposibil de reunit într-o adunare extraordinară şi într-un timp atât de scurt.

Tabelul nr. 36. Structura acţionariatului companiei Mannesmann

Denumire acţionar	Ţara de origine	% din capital
Hutchison Whampoa	Hong Kong	10,2
Capital Research and Management	SUA	2,8
Schroeder Investments Management	Germania	2,1
Janus Capital Corp.	SUA	1,8
Templeton Investments Management	Marea Britanie – Hong Kong	1,8
Deka Deutsche Kapitalgesellschaft	Germania	1,8
Deutsche Asset Management	Germania – SUA – Marea Britanie	1,6
Alliance Capital Management	SUA	1,5
American Express Asset Management	SUA	1,1
DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen	Germania	1,0
Fidelity Management & Research Co	SUA – Marea Britanie	0,9

Denumire acționar	Țara de origine	% din capital
Foreign & Colonial Management	Marea Britanie	0,9
Putnam Investment Management	SUA	0,7
Commerzbank Investment Management	Germania	0,7
Dresdner Bank Investment Management	Germania	0,7
MFS Investment Management	SUA	0,7
Union Investment Gesellschaft	Germania	0,6
Openheim Kapitalgesellschaft	Germania	0,6
UBS Brinson	Elveția – Germania	0,6
Allianz Kapitalanlagegesellschaft	Germania	0,6
Robur Kapitalfervalting	Suedia	0,6
Frankfurt Trust Investment Gesellschaft	Germania	0,5
Allfonds Bayerische Kapitalanlage	Germania	0,5
Universal Investment Gesellschaft	Germania	0,5
Mercury Asset Management	Marea Britanie	0,5
Adig Allgemeine Deutsche Investment	Germania	0,5
Inka Internationale KAG	Germania	0,5
Acționari cu mai mult de 1%	10	25,7
Acționari cu mai mult de 0,5 %	27	36,3
Acționari cu mai mult de 0,1%	63	44,3
Investitori instituționali germani	–	13,1
Investitori instituționali britanici sau americani	–	19,2

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 408.

Deși această preluare a marcat o situație fără precedent, ea nu a oprit intenția companiilor germane de a prelua companii britanice. Procesul a existat atât înainte de episodul Mannesmann, dar și după încheierea lui, după cum se observă în Tabelul nr. 37.

BCU IAȘI - FONDUL CENTRAL UNIVERSITAR

Tabelul nr. 37. Achiziții ale companiilor britanice de către cele germane

Compania britanică achiziționată	Suma plătită (milioane GBP)	Data efectuării tranzacției	Compania germană achizitoare
Morgan Grenfell	844	31 ianuarie 1990	Deutsche Bank
Keinworth Benson	1.000	August 1995	Dresdner RCM
Rover	800	Martie 1995	BMW
Rolss Royce	470	1994	Wolkswagen și BMW
Cornhill Insurance	305	Ianuarie 1986	Allianz
Lloyds Chemists	684	Ianuarie 1997	Gehe
One2one	8.400	August 2006	Deutsche Telekom
Freemans	150	Aprilie 2006	Otto Versand

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 413.

Dincolo de sentimentele tradiționaliste, tranzacția Vodafone a reușit să creeze un model de succes în lumea afacerilor, compania înregistrând în anul 2007 o cifră de afaceri de 44,6 miliarde euro și un profit net de 8,3 miliarde euro. De asemenea, se află în primele 5 companii britanice, cu o valoare de piață de 105 miliarde euro. În același timp, a reușit să armonizeze diferențele dintre modelul anglo-saxon, mai agresiv, și cel german, caracterizat de o mai mare stabilitate, în contextul principiului co-determinării sociale.

6.1.3. Falimentul companiei italiene Parmalat pe fondul îndatorării excesive și erorilor investiționale

Problemele financiare ale companiei Parmalat au intrat în atenția opiniei publice în luna noiembrie 2003, când s-au constatat o lipsă cronică de lichidități și incapacitatea de onorare a obligațiilor asumate. La momentul respectiv, compania nu avea resurse financiare pentru a răscumpăra obligațiuni în valoare de 150 milioane de euro. În decembrie 2003, acțiunile companiei au fost suspendate de la tranzacționare, dar în august 2004 datoriile atinseseră valoarea de 14,5 miliarde euro. Din această sumă, creditorii primiseră în jur de 10%, fapt care impunea intrarea companiei în faliment (a se vedea Tabelul nr. 38).

Tabelul nr. 38. Evenimentele fundamentale din evoluția companiei Parmalat

1962	Înființarea companiei de către fondatorul său, Calisto Tanzi (societate de familie, specific sistemului italian).
1987	Listarea companiei la Bursa de Valori de la Milano.
Februarie 2003	Intenția de a lansa o emisiune de obligațiuni de 300 milioane USD; apar critici din partea investitorilor și operațiunea este abandonată.
Iulie 2003	Comisia Națională pentru Societăți și Bursă (CONSOB) solicită companiei să prezinte documente privind situația sa financiară.
Noiembrie 2003	Primele îngrijorări pe piața de capital privind lipsa de lichidități a companiei.
Decembrie 2003	Parmalat nu poate răscumpăra obligațiuni în valoare de 150 milioane USD; Președintele Tanzi demisionează și este arestat; acțiunile sunt delistate; este numit de către guvernul italian un administrator al companiei.
August 2004	Administratorul numit anunță că datoriile companiei sunt de 14,5 miliarde USD.

Până la finele anului 2003, Parmalat era modelul de succes al companiilor multinaționale italiene, ale căror acțiuni erau cotate la Bursa de Valori de la Milano. În perioada 1992-2002 cunoscuse o dezvoltare înfloritoare, înregistrând o cifră de afaceri[1] care a crescut de la 845 milioane euro (1992) la 7,59 miliarde euro (2002), realizată în proporție de peste 60% în afara Europei. În situațiile financiar-contabile prezentate la data de 30.06 2003, Parmalat se prezintă ca un grup multinațional care activează în domeniul industriei alimentare, fiind focalizat pe producția și comercializarea de produse lactate. După anul 2002, vânzările au început să scadă, după cum se observă în Tabelul nr. 39.

[1] Wearing, R. – *op. cit.*, p. 95.

BCU IASI/CENTRUL UNIVERSITAR LIBRARY

Tabelul nr. 39. Evoluția indicatorilor financiari ai companiei Parmalat (milioane euro)

Indicator	2002	2001
Cifra de afaceri	7.590	7.802
EBITDA (1)	931	951
EBIT	613	597
Dividende	16,1	15,9
Dividend/acțiune	0,020	0,020
Total capitaluri proprii	2.250	2.835
Datorii financiare nete	1.862	1.956

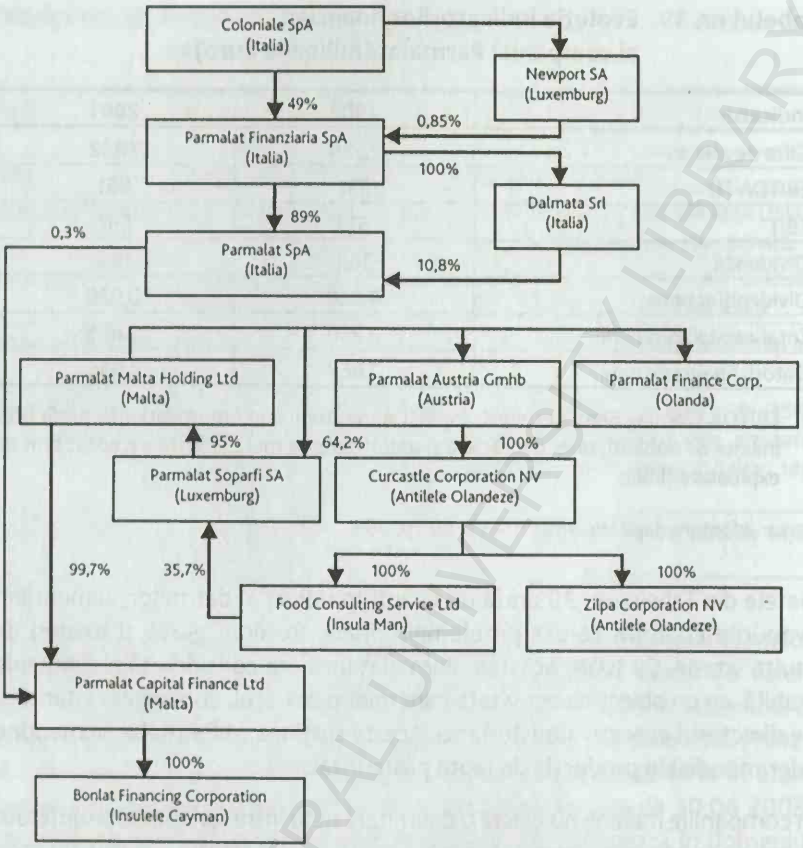
(1) EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – profit brut înainte de dobânzi, taxe, depreciere și amortizare; se mai numește excedent brut de exploatare (EBE).

Sursa: adaptare după Wearing, R. – *op. cit.*, p. 98.

Datele din Tabelul nr. 39 arată un cuantum ridicat al datoriilor, alimentând zvonurile conform cărora problemele financiare erau grave și existau de multă vreme. Cu toate acestea, Parmalat încă era considerată o companie stabilă, cu un obiect de activitate care minimiza riscul, convingere întărită și de directorul executiv Calisto Tanzi. Acesta susținea că Parmalat se menține lider mondial în producția de lapte pasteurizat.

În companiile italiene nu există o delimitare netă între funcția de proprietate și cea de conducere. Parmalat este un caz tipic în acest sens, în care un grup de companii sunt dispuse într-o structură piramidală, fiind controlate de un acționar majoritar (a se vedea Figura nr. 4).

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY



Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 377.

Figura nr. 4. Structura acţionariatului companiei Parmalat

Structura acţionariatului prezentată în Figura nr. 4 configurează arhitectura unui sistem de relaţii care s-a constituit în timp pentru a susţine dominaţia acţionarului majoritar, în detrimentul acţionarilor minoritari. La 15 decembrie 2003, Calisto Tanzi demisionează, iar în ziua imediat următoare guvernul italian îl numeşte administrator pe Enrico Bondi, care urma să îşi asume responsabilitatea pentru conducerea afacerilor grupului, în vederea redresării situaţiei financiare. Acest obiectiv nu a putut fi atins, deoarece valoarea uriaşă a datoriilor a impus intrarea companiei în faliment, cazul fiind numit „Enron al Italiei", după similitudinile cu frauda companiei americane.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Pe parcursul investigațiilor procurorilor, susținute prin probe furnizate de angajați, s-a conturat o adevărată „rețea a fraudei", în care erau implicate 170 de subsidiare ale companiei, multe având sediul în paradisuri fiscale (Luxemburg, Insula Man, Insulele Cayman, Antilele Olandeze).

Analizând succint cauzele care au determinat falimentul unei companii, despre care Calisto Tanzi afirma că s-a transformat într-o „stea strălucitoare" a mediului de afaceri, se pot invoca următoarele:

1. Adoptarea unor decizii greșite de investiții, în contextul dezvoltării corporației și sporirii vânzărilor. Erorile de alocare a resurselor s-au înregistrat în două direcții, **extinderea** activității în afara Italiei, respectiv efectuarea de **investiții** în alte domenii, fără nicio legătură cu obiectul de activitate al corporației.

   În legătură cu **primul aspect**, compania Parmalat a demarat o campanie de extindere a activității în afara Italiei, începând cu anul 1990. Între 1992 și 2003, Parmalat a împrumutat sume imense de bani de pe piețele bancare internaționale, pentru a susține extinderea activității din America de Nord și America de Sud. Numai în America de Sud (prin Parmalat Brazilia), compania pierdea anual peste 300 de milioane de dolari, însă pierderile nu erau înregistrate în documentele financiar-contabile.

   Pentru a acoperi pierderile, a înființat companii în paradisuri fiscale care simulau vânzarea de produse Parmalat, iar compania-mamă le factura aceste produse, trimițându-le împreună cu devizele falsificate ale cheltuielilor, astfel încât aceste vânzări să pară reale. Această rețea de firme cu vânzări fictive cuprindea peste 200 de entități speculative *off-shore* și a ajutat compania-mamă să contracteze credite de la bănci, sub pretextul asigurării suportului financiar necesar desfășurării unei activități rentabile (care, de fapt, nu exista).

   Traseul banilor primiți din credite era destul de sinuos, deoarece presupunea implicarea mai multor intermediari financiari. De exemplu, numai subsidiara Third Millennium (Luxemburg) a utilizat aproape 500 de milioane de euro, acordați prin fondul de investiții Epicurum (din insulele Cayman), de unde creditele își pierdeau urma. Subsidiara Third Millennium era considerată „fortăreața financiară principală" a directorului financiar al companiei, Fausto Tonna. Conform declarației avocatului companiei „prin toate aceste subsidiare circulau lichidități,

credite, datorii și active, iar când era necesar dispăreau și reapăreau când era nevoie"[1].

În legătură cu **al doilea aspect**, compania Parmalat a făcut investiții în alte domenii de activitate, care i-au adus pierderi. Dintre acestea se pot menționa: înființarea companiei de turism Parmatour (în care s-au investit cel puțin 350 de milioane de lire sterline), cumpărarea a trei cluburi de fotbal (Parma – Italia, Palmeiras – Brazilia, Andoxo – Chile), cumpărarea postului de televiziune Odeon TV. De asemenea, compania a făcut investiții în titluri financiare care s-au dovedit dezastruoase, într-un singur caz investind 6,9 miliarde de dolari în titluri financiare cu gradul cel mai înalt de risc. De remarcat este faptul că unii dintre cei mai importanți creditori (Deutsche Bank, Bank of America, Citigroup, UBS) nu au știut nimic despre problemele financiare ale companiei și au continuat să o finanțeze până în decembrie 2003, când s-a produs colapsul.

2. Complicitatea la fraudă a consilierilor financiari și a auditorilor. Dacă la compania Enron, firma Arthur Anderson avea dubla calitate de consilier și auditor, în cazul de față s-a lucrat cu entități diferite. Compania care asigura consilierea financiară se numea Zini & Associates (New York), condusă de Paolo Zini, aflat în relații de prietenie, de ani buni, cu președintele companiei Parmalat. La momentul căderii companiei, societatea de consultanță a distrus documente importante, inclusiv unul care ar fi putut proba (după mărturiile angajaților) existența unei sume de 3,95 miliarde de dolari la Bank of America la finele anului 2002, deși acest cont nu existase niciodată. Cu ajutorul companiei Zini & Associates au fost create toate subsidiarele companiei în paradisuri fiscale și s-au derulat operațiuni de manipulare pe piața de capital NASDAQ (SUA).

   Auditul companiei Parmalat a fost realizat de către una dintre cele mai prestigioase firme de profil, Deloitte – Italia. Contractul de audit a încetat în anul 1999 deoarece, conform legislației italiene, compania de audit trebuie schimbată după maxim 8 ani de colaborare. În mod paradoxal, noua firmă de audit se numea Grant Thornton International și era condusă de fostul auditor-șef al Deloitte, care își crease propria societate de audit, ceea ce denotă existența unui conflict de interese vizibil. Dacă în cazul falimentului companiei Enron, firma de audit Arthur Anderson a fost desființată, în cazul companiei Parmalat, situația celor

[1] Clarke, T. – *op. cit.*, p. 378.

două firme a fost tratată cu blândețe de către instanțe. Grant Thornton și-a dat demisia, iar dacă înainte de 2004 compania își pierduse din clienți, ulterior și-a redresat activitatea.

Problema alegerii societății de audit rămâne o temă de dezbatere. În general, clienții își doresc societăți de audit cu o anume notorietate care să le confere securitate și prestigiu, asocierea cu numele auditorului fiind un semnal al existenței bunelor practici și al deplinei respectări a legii. Însă firmele de audit care lucrează în sistem de rețea internațională trebuie să fie mult mai transparente, iar aspectele negative dintr-o țară trebuie date publicității și comportamentul auditorului trebuie să se deruleze în limitele legale deoarece afectează imaginea întregului grup.

Procesul fostului președinte al Parmalat, Calisto Tanzi, a început la finele lunii iunie 2007, acesta fiind judecat împreună cu cincisprezece directori și doi bancheri. La 18 decembrie 2008[1] a fost dată sentința în cazul lui Tanzi, care a fost condamnat la 10 ani de închisoare și plata de despăgubiri pentru cei 40.000 de investitori care au înregistrat pierderi la bursă. În anul 2005, compania Parmalat a fost restructurată și relistată pe bursa de valori de la Milano, redevenind cel mai mare grup italian de produse lactate, chiar dacă familia Tanzi a căzut în dizgrație.

6.1.4. *Analiza cazului Eurotunnel din perspectiva conflictelor acționari – manageri*

Din perspectiva guvernanței corporatiste, cazul Eurotunnel reprezintă un exemplu interesant de analiză, deoarece aduce în discuție raporturile dintre acționari și manageri, într-o afacere care a debutat în anul 1986 și care s-a dorit a fi un succes al colaborării franco-britanice, în vederea realizării și exploatării Tunelului Canalului Mânecii. „Channel Tunnel" este un tunel feroviar submarin, lung de 50,45 kilometri, care leagă vestul Franței cu sud-estul Angliei, pe sub canalul Mânecii. Tunelul a fost construit în colaborare de Franța și Marea Britanie, fiind al doilea din lume, după canalul Seikan (Japonia). Traversarea mașinilor, autocamioanelor și motocicletelor este asigurată de navete feroviare și durează 35 de minute. Transportul călătorilor este asigurat de compania Eurostar, care utilizează trenuri de mare viteză (TGV) modificate pentru a se adapta specificului trenurilor și rețelei britanice (alimentare prin a treia șină).

[1] www.news.bbc.co.uk/2/hi/business/7790803.stm.

Problema de fond constă în costul extrem de ridicat al investiției, de 10 miliarde de lire sterline, care a depășit cu 80% estimările inițiale, iar prognozele veniturilor obtenabile din exploatare au fost nerealiste. Între cele două părți, acționarii și managerii, au existat conflicte deoarece acționarii apreciază că au făcut o afacere proastă, din care au pierdut, și îi consideră vinovați pe manageri, care au făcut calcule exagerat de optimiste, ascunzând gradul ridicat de îndatorare al afacerii. Momentele principale ale desfășurării evenimentelor sunt prezentate în Tabelul nr. 40.

Tabelul nr. 40. Evenimente cheie ale afacerii Eurotunnel

Anul	Evenimentul
14 martie 1986	Guvernele Marii Britanii și Franței semnează un contract de concesiune pentru 55 de ani cu Channel Group Ltd și France Manche SA.
29 iulie 1987	Semnarea Tratatului Canterbury privind Tunelul Canalului.
16 noiembrie 1987	Lansarea unei oferte publice de vânzare de 220 milioane acțiuni la un preț de 3,5 GBP/buc., pentru a procura 770 milioane GBP (capitalul propriu).
Iunie 1989	Prețul unei acțiuni urcă la 11,64 GBP.
Iulie 1989	Eurotunnel anunță că previziunile costurilor au fost incomplete și vor depăși fondurile alocate.
11 octombrie 1993	Eurotunnel anunță că nevoile suplimentare pentru continuarea finanțării sunt de 1 miliard GBP.
6 mai 1994	Ceremonia oficială de inaugurare.
Mai 1994	Cursul acțiunilor scade de la 3,5 lire la 2,65 GBP/buc.
14 septembrie 1995	Eurotunnel suspendă plata dobânzilor la credite din lipsă de lichidități.
30 ianuarie 1998	Eurotunnel anunță ca un sindicat format din 174 bănci i-a acordat un credit în valoare de 8,5 miliarde GBP pentru restructurare.
9 februarie 2004	Eurotunnel anunță proiectul Galaxie, în vederea reducerii datoriilor și a capacității de neutilizare a infrastructurii.
7 aprilie 2004	Președintele Consiliului de Administrație (Charles Mckay) și directorul executiv (Richard Shirrefs) sunt demiși prin votul adunării generale anuale a acționarilor.
Octombrie 2004	Cursul acțiunilor este de 0,28 GBP/buc.; pentru perioada 1987-2004 nu s-au plătit dividende acționarilor.

Sursa: adaptare după Wearing, R. – *op. cit.*, p. 123.

Nemulțumirea acționarilor provine din faptul că între 1989 și 1998 acțiunile Eurotunnel și-au pierdut 90% din valoare, deși conducătorii susțineau în mod public că aceste titluri îi vor îmbogăți pe cei care le cumpără. În perioada 2003-2004 afacerea a mers în pierdere, chiar dacă aceasta s-a redus de la 1,33 miliarde lire sterline (2003) la 570 milioane lire sterline (2004). Managerii au justificat obținerea pierderilor prin: slaba utilizare a infrastructurii, costuri ridicate de acces la infrastructură, dobânzi prea mari la creditele contractate, trafic redus cu 24% la mărfuri și cu 38% la călători față de nivelul estimărilor.

Din perspectiva teoriei agenției, atunci când acționariatul este dispersat, este dificil de realizat monitorizarea managerilor. Monitorizarea asigură îmbunătățirea performanțelor întreprinderii, în beneficiul tuturor acționarilor. Dacă acționarii sunt dispersați, monitorizarea devine costisitoare, iar unii acționari lasă în seama altora această activitate, care se va realiza într-o măsură mai importantă sau mai redusă. Aceeași teorie atenționează asupra faptului că în contractul dintre acționari (principali) și manageri (agenți) este dificil să se anticipeze cu precizie toate aspectele colaborării, care să fie ulterior negociate și inserate sub formă de clauze contractuale. Pe această direcție se înscrie opinia majorității specialiștilor, care consideră că problemele financiare ale Eurotunnel sunt inerente și parțial imputabile clauzelor contractuale incomplete.

Cu toate acestea, oferta publică de vânzare de acțiuni care s-a făcut în anul 1987 nu s-a bazat pe o documentație completă. Deși s-a realizat o proiecție a veniturilor potențial realizabile pentru perioada 1993-2003, nu există și o proiecție a costurilor; de asemenea, nu s-a calculat influența asupra cursului acțiunilor, în condițiile depășirii costurilor estimate inițial. Managerii au invocat drept cauze ale depășirii bugetului alocat următoarele cauze:

- creșterea costului resurselor de finanțare;
- apariția de probleme neprevăzute care au modificat costul echipamentelor, în sensul sporirii acestuia;
- întârzieri în efectuarea anumitor operațiuni și, prin urmare, întârzieri în realizarea veniturilor.

În mod firesc, ne putem întreba dacă ar fi fost posibilă o mai bună previzionare a veniturilor și ce impact ar fi avut expunerea publică a problemelor financiare asupra investitorilor. Apreciem că dacă sinceritatea managerilor ar fi fost deplină, atractivitatea achiziției de acțiuni ar fi scăzut. Într-adevăr,

investitorii se consideră păcăliți, deoarece în perioada 1988-1989 au fost atrași 400.000 de noi cumpărători care și-au pierdut practic banii, cumpărând acțiuni a căror valoare a scăzut dramatic. Pe de altă parte, motivul tăcerii managerilor se datorează și dorinței de protejare a avuției proprii, managerii fiind și acționari, remunerați cu opțiuni de cumpărare, după cum se observă în Tabelul nr. 41.

Tabelul nr. 41. Remunerarea cu *stock-options* a directorilor Eurotunnel (bucăți)

Director	31.12.1987	31.12.1988	31.12.1989	31.12.1990
A.P.J. Benard	3.010	3.010	3.010	4.816
D.M. Child	510	510	500	800
Sir Alistar Frame	10	10	10	16
R. Lion	–	–	–	3.600
R. Malpas	6.010	6.010	6.010	9.616
Sir Kit McMahon	300	300	600	600
Sir Alastair Morton	11.500	11.500	11.500	18.400
Lord Pennecock	1.510	1.510	1.510	1.500
Sir Robert Scholey	1.500	1.500	1.500	2.400
B. Thiolon	510	510	510	816

Sursa: Wearing, R. – *op. cit.*, p. 118.

Eurotunnel a traversat momente severe de criză financiară, în anul 1991 fiind la un pas de faliment, datorită lipsei de lichidități, iar investiția nu era nici măcar dată în exploatare. Abia în anul 1997, managerii au elaborat un plan de restructurare financiară, ale cărui obiective constau în reducerea volumului datoriilor, precum și a costului serviciului datoriei și presupunea aranjamente financiare complexe. Inițial, acționarii s-au opus acestui plan care le afecta dividendele, dar ulterior l-au acceptat, deoarece managerii le-au atras atenția că situația este gravă și vor declanșa procedura falimentului în Marea Britanie și Franța. Pe lângă găsirea suportului financiar necesar (un credit de 8,5 miliarde de lire sterline), Eurotunnel a beneficiat și de prelungirea duratei de concesionare a contractului, până în anul 2086. Criticile cele mai dure privind lipsa de transparență și de informare s-au îndreptat atât asupra managerilor, cât și asupra guvernelor celor două state, care au fost acuzate că au stat departe de problemele Eurotunnel. Dincolo

de problemele financiare importante, investiția în sine este o realizare de excepție, care va dăinui în timp, depășind prejudecățile conform cărora parteneriatele franco-britanice nu au caracter durabil datorită eșecului avionului Concorde, retras din cursele aeriene în anul 2003.

6.2. *Ghidul OECD de convergență a sistemelor de guvernanță corporatistă și efecte ale implementării sale*

Reforma sistemelor de guvernanță corporatistă urmărește scopuri diferite pe continentul european față de cel american. În SUA, guvernanța corporatistă își propune, pe lângă restaurarea încrederii investitorilor, să mărească puterea acționarilor. În prezent, așa cum este conceput sistemul american de conducere al unei companii, este aproape imposibilă demiterea președintelui Consiliului de Administrație. În plus, problema remunerării managerilor este o altă chestiune de mare interes pe agenda guvernanței. Instaurarea unui climat de normalitate în acest caz înseamnă, printre altele, tratarea opțiunilor de cumpărare (*stock-options*) în ipostaza de costuri și nu în cea de beneficii. O asemenea decizie ar duce la reducerea veniturilor așteptate, deoarece companiile preferă să înregistreze costurile ca pe o simplă „notă de subsol", așa după cum afirma Warren Buffet. De asemenea, viziunea managerilor corporației privind investițiile trebuie schimbată fundamental, pentru că nu se mai pune accent exclusiv pe elemente virtuale (investiții financiare), ci pe investiții cu un real suport real, material, fiind recomandată chiar renunțarea la periculoasele *stock-options* sau, cel puțin, limitarea acestora.

Spre deosebire de modelul american, pe continentul european reforma sistemelor de guvernanță corporatistă are în vedere mai buna protecție a acționarilor minoritari în fața posibilelor abuzuri ale acționarilor majoritari. În statele europene, acționarii îi monitorizează atent pe manageri, identificând soluțiile potrivite pentru a-și impune punctele de vedere și a limita puterea acestora, chiar dacă rolul Consiliului de Administrație este încă redus.

Deși se constată diferențe de abordare, evoluția corporațiilor s-a produs, în ambele cazuri, în medii de afaceri cu trăsături asemănătoare, din care nu au lipsit erorile de gestiune, disimulările contabile, falimentele, pierderile de valoare a activelor, concedierile masive ale angajaților. Existența unor

probleme comune necesită mai degrabă **convergența sistemelor** de guvernanță corporatistă. Ca urmare a eforturilor susținute depuse în ultimii ani, OECD a elaborat un ghid al convergenței codurilor de guvernanță corporatistă, care pornește de la premisa recunoașterii specificului național al fiecărui sistem de guvernanță corporatistă. Pe baza acestor considerente, ghidul funcționează ca un cadru de reguli minimale ale standardelor guvernanței corporațiilor, aplicabil companiilor listate și bazat pe șase reguli de bază, care sunt următoarele:

R1: aplicarea principiului „conformează-te sau explică";

R2: definirea funcțiilor auditului și stabilirea limitelor de acțiune ale auditorilor;

R3: îmbunătățirea transparenței;

R4: definirea conflictelor de interes și controlul acestora;

R5: îmbunătățirea procedurilor de votare sau simplificarea acestora; sporirea rolului Adunării Generale Anuale a Acționarilor;

R6: creșterea rolului directorilor independenți în cadrul corporației.

Implementarea acestui ghid a fost monitorizată de către OECD în 30 de state, iar rezultatele obținute au fost date publicității (a se vedea Tabelul nr. 42).

Tabelul nr. 42. Mutații în dreptul corporațiilor și în regulamente cu impact asupra guvernanței corporatiste

Țara	R1	R2	R3	R4	R5	R6
Belgia		+		+	+	+
SUA		+	+	+		+
Spania	+	+	+	+		
Germania	+	+	+	+		
Austria		+				
Irlanda		+				
Finlanda						
Portugalia				+		

Țara	R1	R2	R3	R4	R5	R6
Olanda		+	+	+		
Grecia		+	+	+		+
Cehia		+	+	+	+	
Australia		+				
Turcia	+				+	
Polonia	+	+	+	+		
Elveția	+	+	+	+		+
Marea Britanie			+			
Italia	+		+	+	+	+
Ungaria						
Suedia					+	
Mexic	+		+		+	
Coreea de Sud			+	+	+	+
Franța			+		+	
Canada		+			+	
Japonia		+	+		+	+
Danemarca						
Slovacia						
Noua Zeelandă		+				
Norvegia						
Luxemburg						
Islanda						

Notă: semnul + indică faptul că s-au produs schimbări recente în cadrul legal sau în regulamentele aplicabile corporațiilor.

Sursa: Clarke, T. – *op. cit.*, p. 180.

Monitorizarea efectuată de către OECD arată că, în general, statele respective au ținut cont de precizările ghidului, fiind evidențiate trei situații particulare:

1. Două state (Elveția și Italia) au realizat modificările legale cele mai importante, deoarece au avut impact asupra a cinci din cele șase reguli ale ghidului;

2. Nouă state (Belgia, SUA, Spania, Germania, Grecia, Cehia, Polonia, Correa de Sud, Japonia) au realizat modificări ale dreptului corporațiilor și ale regulamentelor cu impact asupra a patru din cele șase reguli ale ghidului;

3. Opt state (Finlanda, Australia, Ungaria, Danemarca, Slovacia, Norvegia, Luxemburg, Islanda) nu au întreprins modificări recente ale dreptului corporațiilor și ale regulamentelor cu impact asupra guvernanței corporatiste.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

LISTA TABELELOR

Nr.	Denumirea tabelului	Pag.
1.	Bilanțul economic simplificat	15
2.	Resurse de finanțare a activului economic	15
3.	Crearea de valoare la nivelul marilor grupuri europene de telecomunicații (2008)	18
4.	Ratele de distribuire a dividendelor pentru cele mai mari grupuri europene cotate, 2008 (%)	20
5.	Randamentul pe acțiune în sectorul paneuropean, 1990-2008 (%)	21
6.	Structura Codului Combinat	48
7.	Modelul dualist versus modelul monist	51
8.	Asemănări și deosebiri între rapoartele franceze ale guvernanței corporatiste	53
9.	Aplicarea principiilor guvernanței financiare corporative pe un eșantion reprezentativ	56
10.	Caracteristici ale sistemelor de guvernanță corporatistă	69
11.	Evoluția numărului companiilor americane cu declarații schimbate (1997-2005)	81
12.	Raporturile dintre *board* și conducători	82
13.	Top 10 SUA al celor mai mari salarii ale directorilor executivi (2006)	85
14.	Top 10 restul lumii al celor mai mari salarii ale directorilor executivi (2006)	86
15.	Caracteristici delimitative între *Agency Theory* și *Stewardship Theory*	91
16.	Prezența comitetelor specializate în cadrul Consiliului de Administrație. Privire comparativă (%)	96

17.	Independența membrilor comitetelor specializate	98
18.	Frecvența reuniunilor anuale ale comitetelor specializate	99
19.	Criterii ale responsabilității sociale corporative (CSR)	111
20.	Rezoluții adoptate în contextul responsabilității sociale corporative	112
21.	Principiile raportării sociale (sinteză)	115
22.	Principiul protecției drepturilor acționarilor	120
23.	Participarea acționarilor la adoptarea deciziilor și în procesul de vot	120
24.	Analiza principiului tratamentului echitabil al tuturor acționarilor	122
25.	Factori cu impact asupra principiului asigurării tratamentului echitabil al acționarilor	122
26.	Principiul rolului grupurilor de interese *stakeholders*	124
27.	Factori cu impact asupra principiului respectării rolului *stakeholders*	125
28.	Principiul informării și transparenței	126
29.	Factori cu impact asupra principiului informării și transparenței	127
30.	Principiul responsabilității Consiliului de Administrație	128
31.	Factori cu impact asupra principiului responsabilității *board*-ului	128
32.	Independența administratorilor față de manageri	129
33.	Situația implementării principiilor guvernanței corporatiste (punctaj cumulat)	130
34.	Evoluția procesului de privatizare în România în perioada 1992-2007	131
35.	Sinteza operațiunilor de preluare ostilă	142
36.	Structura acționariatului companiei Mannesmann	145
37.	Achiziții ale companiilor britanice de către cele germane	147
38.	Evenimentele fundamentale din evoluția companiei Parmalat	148
39.	Evoluția indicatorilor financiari ai companiei Parmalat (milioane euro)	149
40.	Evenimente cheie ale afacerii Eurotunnel	154
41.	Remunerarea cu *stock-options* a directorilor Eurotunnel (bucăți)	156
42.	Mutații în dreptul corporațiilor și în regulamente cu impact asupra guvernanței corporatiste	158

LISTA FIGURILOR

Nr.	Denumirea figurii	Pag.
1.	Calculul situației nete a întreprinderii	16
2.	Decizii de soluționare a conflictului acționari – manageri	24
3.	Cadrul de analiză a activității Consiliului de Administrație	79
4.	Structura acționariatului companiei Parmalat	150

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

Baums, T.; Birkenkaeper, A. (1998) – *Corporate Governance in Germany*, www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=158038

Bermann, G.; Pistor K. (2004) – *Law and Governance in an Enlarged European Union*, Oxford and Portland, Oregon

Cadbury, Adrian (1992) – *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Burges Sciences Press, London

Cagan, P. (2006) – *On Finding Linkages: Corporate Governance and Operational Risk*, http://www.algorithmics.com/EN/media/pdfs/johnliner_jan2006.pdf

Charkham, J.; Ploix, H. (2006) – *Keeping Better Company Corporate Governance Ten Years On*, Oxford University Press

Charreaux, G.; Wirtz, P. (2006) – *Gouvernance des entreprises*, Edition Economica, Paris

Clarke, T. (2007) – *International Corporate Governance. A Comparative Approach*, Routledge Taylor & Francis Group, New York

Ducu, C. (2008) – *Raportarea socială – un instrument indispensabil pentru companii*, www.responsabilitatesociala.ro/editoriale/raportarea-sociala-un-instrument-indispensabil-pentru-companii.html

Feleagă, N.; Feleagă, L. – *Guvernanța întreprinderii, pârghie indispensabilă a politicii de maximizare a bogăției acționarilor și complementele ei contemporane*, www.ectap.ro/articole/136.pdf

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ghiță, M. (2008) – *Guvernanța corporativă*, Ed. Economică, București

Hackethal, A.; Schmidt, R.; Tyrell, M. (2006) – *The Transformation of the German Financial System*, în *Gouvernance des systèmes financiers*, vol. 116, Avril 2006, www.cairn.info/resume.php? ID_ARTICLE=REDP_164_0431

Hurduzeu, Gh. (2003) – *Achiziții și fuziuni de firme. Cazuri celebre*, Ed. Economică, București

Ionescu, V.C. (2004) – *Managementul firmelor mici și mijlocii*, Ed. Economică, București

Lugan, J.C. (1993) – *La systématique sociale*, PUF, Paris

Mariotti, F. (2005) – *Qui gouverne l'entreprise en réseau*, Presses de Sciences Politiques, Paris

Matei, Ani (2003) – *Analiza sistemelor administrației publice*, Ed. Economică, București

McGee, R. (2008) – *Corporate Governance in Transition Economies*, Springer Science, New-York

Munteanu, C.; Horobeț, A. (2005) – *Finanțe transnaționale: decizia financiară în corporația modernă*, Ed. All Beck, București

Olson, K. (2008) – *The Relationship between Stewardship Theory of Management and Employee Engagement: A Case Study Exploration of the Leadership Philosophy of a Professional Services Firm*, www.modwestacademy.org/Proceedings/2008/papers/Olson_30.pdf

Onofrei, M. (2004) – *Finanțele întreprinderii*, Ed. Economică, București

Onofrei, M. (2007) – *Management financiar*, Ed. C.H. Beck, București, ediția a II-a

Piperea, Gh. (2005) – *Societăți comerciale, piață de capital, acquis comunitar*, Ed. All Beck, București

Richard, B.; Miellet, D. (2002) – *La dynamique du gouvernement d'entreprise*, Editions d'Organisation, Paris

Stancu, I. (2002) – *Finanțe*, Ed. Economică, București

BCU "MIHAIL KOGĂLNICEANU" IBRARY

Turnbull, N. (2005) – *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, Financial Reporting Council, London, www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Revised%20Turnbull%20Guidance%20October%202005.pdf

Vargas, A. (2004) – *Agency Theory vs Stewardship Theory*, www.uhu.es/alfonso_vargas/archivos/EURAM%202004.pdf

Vernimmen, P. (2009) – *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 7ème édition

Wearing, R. (2005) – *Cases in Corporate Governance*, Athenaeum Press, London

*** IFC Family Business Governance Handbook, www.ifc.org/europe/pbas/corpgov/eng

*** – Insolvencies in Europe, 2004/2005, a survey by Creditreform Economic, Research Unit

www.aair.ro

www.ecgi.org

www.findarticles.com

www.iso.org

www.news.cnet.com

www.nraducanu.wordpress.com

www.oecd.org

www.omnisolutions.ro

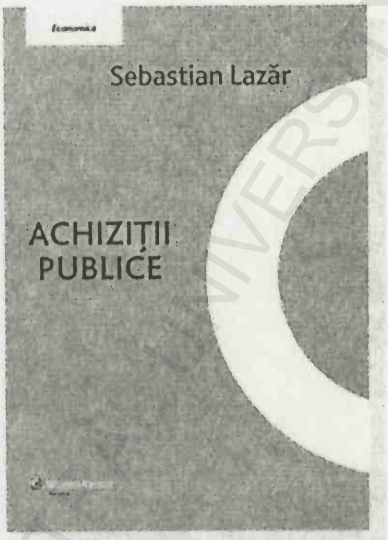
www.wall-street.ro

BCU ASIGEN CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În curând, în seria *ECONOMICA*

Sebastian **LAZĂR**

ACHIZIŢII PUBLICE



Cadrul organizatoric şi administrativ privind achiziţiile publice • Proceduri, tehnici şi reguli comune utilizate în atribuirea contractelor de achiziţie publică • Proceduri de atribuire a contractelor de achiziţie publică • Etapele procesului de achiziţie publică • Contractele sectoriale şi contractele de concesiune • Sistemul electronic de achiziţii publice • Contestaţii, litigii şi contravenţii

BCU IAŞI - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2007/94

22

În raport cu mediul de afaceri actual, pentru care succesul înseamnă dobândirea de cât mai multă forță financiară, chiar cu prețul încălcării regulilor, lucrarea de față încearcă să analizeze fascinația puterii și distribuția acesteia în interiorul corporațiilor.

Cuvinte ca „standarde", „principii" sau „control" creează neliniști profunde celor care s-au angajat să „vândă" iluzia obținerii unor profituri amețitoare, deoarece un asemenea obiectiv presupune adesea încălcarea regulilor jocului, cu orice risc, indiferent de consecințe, făcând extrem de dificilă guvernanța unei corporații. Astfel, în mod aparent inexplicabil, companii-vedetă ale bursei nu mai fac față plăților, într-o lume capitalistă pentru care erorile managerilor în materie decizională, indiferența administratorilor și complicitatea auditorilor au creat adevărate „cocteiluri" cu efecte devastatoare, greu de anihilat. De aceea, demersul autoarei s-a axat pe încercarea de a explica, teoretic și practic, dimensiunea financiară și mecanismele politice ale guvernanței corporatiste, pentru care implementarea cu fermitate a standardelor este o soluție absolut necesară spre a recâștiga încrederea investitorilor.

Cartea se adresează studenților de la facultățile de economie, drept, inginerie economică (la cursuri universitare și postuniversitare) și persoanelor cu funcții de decizie, atât din sectorul privat, cât și din cel public, pentru care eficiența utilizării resurselor și asigurarea fluxurilor de lichidități reprezintă prioritatea de bază în contextul crizei financiare actuale.

ISBN 973191163-4

9 789731 911632

PREȚ: 22 RON

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY